

Tildeling av aksjer ved overtegning i sekundærmarkedet

Kandidatnr: 565

Veileder: Førsteamanuensis Kristin Normann Aarum

Leveringsfrist: 10. november 2003

Til sammen 36.448 ord

13.01.2004

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING

| | | |
|------------|---|-----------|
| 1.1 | Presentasjon av problemstillingen | 6 |
| 1.2 | Avgrensning | 7 |
| 1.3 | Begrepsklargjøring | 7 |
| 1.3.1 | Selger og type salg som behandles | 7 |
| 1.3.2 | Kjøper | 8 |
| 1.3.3 | Tilretteleggere | 10 |
| 1.3.4 | Overtegning | 11 |
| 1.4 | Rettskildesituasjonen | 12 |
| 1.4.1 | Innledning | 12 |
| 1.4.2 | Lovgrunnlaget | 13 |
| 1.4.2.1 | Verdipapirhandelloven | 15 |
| 1.4.2.2 | Børsloven | 15 |
| 1.4.2.3 | Børsforskriften | 16 |
| 1.4.2.4 | EU/EØS-rett | 16 |
| 1.4.3 | Forarbeider | 18 |
| 1.4.4 | Meglerpraksis | 19 |
| 1.4.5 | Rettspraksis, Kredittilsynets rundskriv, brev og vedtak, børssirkulære og vedtak truffet av Oslo Børs, samt anbefalinger, notater og avgjørelser avsagt av Norges Fondsmeglerforbund. | 20 |
| 1.4.6 | Andre utenlandske rettskilder | 24 |

2. RETTSLIGE BEGRENSNINGER VED UTØVELSEN AV SELGERS OG SYNDIKATETS VIRKSOMHET UNDER SALGS- OG TILDELINGSPROSESSEN

| | | |
|------------|--|-----------|
| 2.1 | Innledning | 28 |
| 2.2 | Prospekt | 28 |
| 2.2.1 | Innledning | 32 |
| 2.2.2 | Krav om utarbeidelse av prospekt | 33 |
| 2.2.3 | Krav til opplysninger gitt i prospekt | 35 |
| 2.2.4 | Enkelte øvrige rettsvirkninger av prospektet | 37 |
| 2.2.5 | Ansvarssubjektet ved brudd på lovbestemte plikter under salgs- og tildelingsprosessen | 41 |
| 2.3 | Forbudet mot urimelige forretningsmetoder | 44 |
| 2.3.1 | Innledning | 44 |
| 2.3.2 | Bestemmelsens virkeområde | 46 |
| 2.3.3 | Innholdet i begrepet "urimelige forretningsmetoder" | 47 |
| 2.4 | Kravet til god forretningsskikk | 48 |
| 2.4.1 | Innledning | 48 |
| 2.4.2 | God forretningsskikk etter vphl. § 2-5 | 48 |
| 2.4.3 | God forretningsskikk etter vphl. § 9-2 | 54 |
| 2.4.3.1 | Innledning | 54 |
| 2.4.3.2 | Bestemmelsens virkeområde | 54 |
| 2.4.3.3 | Generelt om bestemmelsens innhold | 55 |
| 2.4.3.4 | Overordnede prinsipper i kravet om god forretningsskikk | 57 |
| 2.4.3.4.1 | Beskyttelse av markedets integritet og kundernes interesser | 57 |
| 2.4.3.4.2 | Investors profesjonalitet | 61 |
| 2.4.3.5 | Nærmere om kravet til god forretningsskikk ved utøvelsen av virksomheten | 63 |
| 2.4.3.5.1 | Innledning | 63 |
| 2.4.3.5.2 | Krav til utførelse av virksomheten | 63 |
| 2.4.3.5.3 | Opplysningsplikten | 75 |
| 2.4.3.5.4 | Interessekonflikter | 75 |
| 2.4.3.5.5 | Prinsippet om "beste kurs" | 77 |

| | | |
|--------------|---|------------|
| 2.4.3.5.6 | Salg fra fast forretningssted | 80 |
| 2.5 | Tildeling til verdipapirforetakene i syndikatet | 81 |
| 2.5.1 | Innledning | 81 |
| 2.5.2 | Krav om god forretningsskikk ved verdipapirforetaks egenhandel | 81 |
| 2.5.3 | Overtredelse av forbudet | 84 |
| 2.6 | Tildeling til ansatte og tillitsvalgte i verdipapirforetak som er medlem av syndikatet | 84 |
| 2.6.1 | Innledning | 85 |
| 2.6.2 | Begrepet "ansatte" | 86 |
| 2.6.3 | Nærstående | 88 |
| 2.6.4 | Forbudet | 89 |
| 2.6.5 | Overtredelse av forbudet | 90 |
| 2.7 | Markedsmanipulasjon | 90 |
| 2.7.1 | Innledning | 91 |
| 2.7.2 | Ordrebokinformasjon som innsideopplysning | 91 |
| 2.7.2.1 | Innledning | 91 |
| 2.7.2.2 | Hensyn bak reglene om innsideopplysninger | 92 |
| 2.7.2.3 | Hvilke handler bestemmelsene rammer | 93 |
| 2.7.2.4 | Krav til og bruk av opplysningene | 94 |
| 2.7.2.5 | Taushetsplikt og informasjonssperrer | 98 |
| 2.7.2.6 | Overtredelse av forbudet | 102 |
| 2.8 | Tegninger fra EU/EØS-området | 102 |

3. VURDERING AV DE SKJØNNSMESSIGE VILKÅRENE FOR ILEGGELSE AV DE ENKELTE SANKSJONENE

| | | |
|------------|---|------------|
| 3.1 | Innledning | 104 |
| 3.2 | Kredittilsynets ileggelse av sanksjoner | 106 |
| 3.2.1 | Tilbakekall av tillatelse | 106 |
| 3.2.2.1 | Innledning | 107 |
| 3.2.2.2 | Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten | 107 |
| 3.2.2 | Kritikk | 108 |
| 3.2.1.1 | Innledning | 108 |
| 3.2.1.2 | Grensen mellom å rette kritikk og ileggelse av sanksjoner | 109 |
| 3.3 | Norges Fondsmeglerforbund/Etisk Råds ileggelse av sanksjoner | 111 |
| 3.3.1 | Kritikk | 111 |
| 3.3.1.1 | Innledning | 111 |
| 3.3.1.2 | Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten | 111 |
| 3.3.2 | Bøter | 113 |
| 3.3.2.1 | Innledning | 113 |
| 3.3.2.2 | Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten | 114 |

4. KILDER

| | | |
|------------|---|------------|
| 4.1 | Litteraturliste | 116 |
| 4.2 | Lov- og forskriftsregister | 118 |
| 4.3 | Forarbeider | 120 |
| 4.4 | Domsregister | 121 |
| 4.5 | EU/EØS-dommer og direktiv, samt dommer, regler, anbefalinger og standarder fra andre land og internasjonale organisasjoner | 122 |
| 4.6 | Vedtak, brev, pressemeldinger og rundskriv fra Kredittilsynet, samt samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs | 124 |
| 4.7 | Regelverk, avgjørelser, anbefalinger og notater fra Norges Fondsmeglerforbund | 127 |

1. INNLEDNING

1.1 Presentasjon av problemstillingen

Verdipapirmarkedet omfatter to hovedtyper av transaksjoner. Utstedelse av nye finansielle instrumenter, typisk offentlige emisjoner eller kapitalforhøyelser, betegnes som transaksjoner i primærmarkedet. Enhver senere omsetning av det finansielle instrumentet, betegnes som transaksjoner i sekundærmarkedet.

Finansielle instrumenter er definert i lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.) § 1-2, og omfatter blant annet aksjer. Det er kun denne type finansielt instrument som vil bli behandlet her, og jeg bruker derfor betegnelsen aksjer i det videre.

Et salg kan bestå av salg av enkeltaksjer eller av større eller mindre aksjeposter. Salget kan skje over børs, f. eks Oslo Børs, eller skje direkte mellom kjøper og selger utenfor børs.

I noen tilfeller kan det være ønskelig med et organisert salg, fordi det er en større aksjepost som skal selges. Et slikt salg kan skyldes ønsket om reduksjon av eierandel, såkalt nedsalg, ønske om salg av hele aksjeposten, dvs utsalg, eller ønske om spredning av aksjen på mange eiere i forbindelse med børsintroduksjoner.

Ved organiserte salg engasjeres normalt større meglerhus, norske eller utenlandske, til å forestå salgsprosessen. Salget foregår ved at potensielle kjøpere inviteres til å tegne seg for det antall aksjer de ønsker å kjøpe. Undertiden tegnes flere aksjer enn det som blir tilbudt, såkalt overtegning. I slike situasjoner må det avgjøres hvordan aksjene skal fordeles mellom tegnerne. Oppgavens tema er den rettslige regulering av denne situasjonen. Videre vil de skjønsmessige vilkårene som anvendes av tilsynsorganene ved vurderingen av om de enkelte sanksjonene skal ilegges, bli vurdert.

Tildelingsprosessen er delvis regulert i norske lovregler, direktiv fra EU/EØS, og i regelverk utarbeidet av andre internasjonale organisasjoner Norge er medlem av. I tillegg er retningslinjer for prosessen videreutviklet av markedsaktørene i verdipapirmarkedet.

1.2 Avgrensning

Oppgaven er avgrenset til børsnoterte aksjer eller aksjer som skal noteres på børs. Bare aksjer i allmennaksjeselskaper kan børsnoteres. Dette er forutsatt i lov om børsvirksomhet m.m. av 17. november nr. 80 2000 (børsloven) §§ 4-3, 4-4, 4-9 og 4-10, og dessuten i forskrift av 17.01.94 (børsforskriften) § 2-1. Slike aksjer anses egnet for og er gjenstand for regelmessig omsetning. For ikke-børsnoterte (unoterte) aksjer, dvs aksjer utstedt av et aksjeselskap, er normalt ikke muligheten for omsetning av aksjene det primære mål for eierskapet. Unoterte aksjer selges sjelden ved samlede aksjesalg av den typen oppgaven behandler.

De salg som behandles i oppgaven, skjer direkte mellom selger/tilrettelegger og kjøper/tegner, altså utenfor børsens handelssystem.

Salg til en eller flere bestemte kjøpere, såkalt rettet salg, holdes utenfor. Her oppstår ikke fordelingsspørsmål. Således er det de store spredningssalg til allmennheten og til institusjonelle investorer i inn- og utland, som behandles.

1.3 Begrepsklargjøring

1.3.1 Selger og type salg som behandles

Med selger i denne oppgaven menes en aksjeeier, person eller selskap, som er i besittelse av en stor aksjepost i et selskap. Begrepet "stor aksjepost" er av relativ karakter, og det er derfor umulig å gi en presis definisjon. I denne oppgaven legges det til grunn at aksjeposten betegnes som stor, når posten utgjør et betydelig antall aksjer og som videre utgjør en betydelig markedsverdi. Denne anvisningen skulle gi en tilstrekkelig indikasjon på hva slags aksjeposter som omsettes i de salgene som oppgaven behandler.

Et eksempel på en slik selger med en slik aksjepost, er Statens Bankinvesteringsfond som gjennom sitt eierskap i de norske bankene,¹ med jevne mellomrom har solgt sine

¹ Statens Bankinvesteringsfond eier i dag 47,8% av aksjene i DnB, som tilsvarte en markedsverdi pr 31.12.02 på ca 12,3 milliarder kroner, jfr Årsberetning 2002 for Statens Bankinvesteringsfond.

eierandeler til privatpersoner og institusjonelle investorer, enten som et kombinert nedsalg og en børsintroduksjon, som et rent nedsalg, eller som et utsalg.² Et annet eksempel på en selger som har solgt en stor aksjepost, er Oslo Børs i forbindelse med børsens omdannelse til allmennaksjeselskap. Aksjene var først eid av stiftelsen Oslo Børs, og ble deretter overført til Oslo Børs Holding ASA. Deretter ble aksjene solgt gjennom et offentlig tilbud til institusjonelle investorer og ansatte.³ En børsintroduksjon, gjerne kalt "Initial Public Offering" (heretter kalt IPO), innebærer at selskapets aksjer noteres på børs. Dette skjer gjerne i tilknytning til en kapitalutvidelse, kombinert kapitalutvidelse og annenhåndssalg, samt ved rene annenhåndssalg, enten det er utsalg eller nedsalg. Et eksempel på et utsalg, som også var en IPO, er Bankinvesteringsfondets salg av Statens Banksikringsfonds aksjer i Fokus Bank i 1995. Et eksempel på et nedsalg, som også var en IPO, er salget av aksjer i Statoil, hvor staten som selger og som eide 100% av selskapet, reduserte sin eierandel til ca 80%.

1.3.2 Kjøper

Det skilles mellom to typer kjøpere, også kalt investorer. Disse betegnes som retail-investorer (heretter kalt retails) og institusjonelle investorer (heretter kalt institusjonelle).

Privatpersoner og mindre selskaper hører normalt inn under betegnelsen retail. Grensen mellom retail og institusjonelle er ikke skarp. Nærmere veiledning kan søkes i regelverk på nasjonalt og internasjonalt plan, som angir hvilke investorer som kan betegnes som institusjonelle. Betegnelsen "profesjonelle investorer" og "institusjonelle investorer" benyttes om hverandre. Betegnelsene må imidlertid i visse sammenhenger holdes fra hverandre.⁴

En norsk definisjon, finner vi i Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund (heretter kalt Etiske normer). Etiske normer gjelder kun for Fondsmeglerforbundets medlemmer, men det kan være relevant å legge vekt på definisjoner gitt i dette regelverket på generelt grunnlag, særlig der det ikke finnes andre

² Årsberetninger 1995, 1996, 1998, 1999, 2000 og 2001 for Statens Bankinvesteringsfond.

³ Jfr prospekt fra Oslo Børs Holding ASA - aksjesalg 2001.

⁴ Se om dette under punkt 2.4.3.4.2.

norske rettskilder.⁵ Mange av tilretteleggerne, som benyttes ved denne type salg, er medlemmer, og vil således i kategoriseringen av tegningene benytte denne definisjonen. Reglene kan således gi uttrykk for bransjepraksis. I Etiske normer § 2-1, angis de institusjonelle investorene som "profesjonelle investorer" og betyr:

"kunder som i kraft av sin adferd, f.eks fordi de foretar mange handler, handler for store beløp, har egne investeringsideer eller -strategier eller ikke ønsker rådgivning, viser at de har forutsetninger for selvstendig å vurdere markedet".

I tillegg faller også andre foretak, som er under tilsyn av Kredittilsynet, inn under definisjonen, dog med visse unntak. Vi står altså overfor investeringsselskaper og andre selskaper, som forutsettes å være profesjonelle både kunnskaps- og erfaringsmessig, i motsetning til vanlige privatpersoner, og som ønsker å kjøpe en ikke ubetydelig andel av aksjeposten.

En investor kan også registrere seg som profesjonell investor hos børsen, jfr forskrift av 15.12.1997 nr. 1306. Forskriften inneholder vilkår for slik registrering og vil til en viss grad også gi veiledning om hvem som kan anses som profesjonelle investorer. Forskriftens § 2 angir en rekke institusjoner som kan la seg registrere, blant annet verdipapirforetak, verdipapirfond, pensjonskasser og pensjonsfond osv. De må imidlertid være underlagt offentlig tilsyn av Kredittilsynet eller tilsvarende utenlandsk myndighet, jfr forskriftens § 2 (2). I tillegg kan andre, personer eller foretak, registrere seg etter forskriftens § 3, dersom de investerer i finansielle instrumenter som ledd i sin virksomhet, eller eier finansielle instrumenter med markedsverdi på 20 millioner kroner, og som i en periode på 3 måneder ikke har hatt lavere markedsverdi enn 10 millioner kroner. Vi ser at forskriftens angivelse av mulige profesjonelle investorer, i stor grad er sammenfallende med Etisk Råds definisjon, ved at det hovedsakelig er foretak som kan registrere seg, og dessuten personer som har investeringer som utgjør store beløp.

Forskjellen mellom forskriften og de Etiske normene, er at etter forskriften kan du *registrere deg* som profesjonell investor, mens de Etiske normene gir en anvisning på hvem som skal *regnes* som profesjonelle investorer.

⁵ Se mer om dette under punkt 1.4.5.

Stock Exchange Commission (heretter kalt SEC) i USA, har også definert begrepet, eller "qualified institutional buyers", som de kaller det.⁶ Definisjonen har vært et utgangspunkt for norske og de andre europeiske landenes definisjoner av begrepet, og tilsvarer i en viss grad definisjonen som er utarbeidet av Norges Fondsmeglerforbund. Det samme gjelder definisjonen gitt av en komité nedsatt av EU-kommisjonen ; The Committee of European Securities Regulators⁷ (CESR), i CESR's anbefaling "A European Regime of Investor Protection - The professional and the counterparty regimes - Annex", CESR/02-098b, art. 10. Denne anbefaler i tillegg at en investor kan meddele overfor verdipapirforetaket om han ønsker å betegnes som profesjonell eller ikke profesjonell, jfr anbefalingens art. 11 og art 14.

Skulle en investor i Norge be om å bli regnet som profesjonell, men verken oppfyller beløpsgrensene angitt i forskriften, eller faller inn under definisjon i Ethiske normer, så må det legges til grunn at han ikke kan få denne statusen. Her må definisjonene som kan utledes av de norske regelverkene gå foran CESR's anbefaling.

Verken Ethiske normer eller CESR's anbefaling er bindende for selger. Selgers kategorisering av tegnerne er derfor i utgangspunktet overlatt til dennes eget skjønn. En kategorisering av tegnerne gjøres imidlertid ofte i samarbeid med tilretteleggeren, som medfører at det ovennevnte regelverk vil anvendes som veiledning. Et eksempel på utøvelse av skjønn finner vi i salg hvor skillet mellom investorene har vært satt ved en angivelse av et bestemt tegningsbeløp eller antall aksjer. De som tegner seg for mer enn 1 million kroner, vil f.eks kunne betegnes som institusjonelle, selv om man har med en privatperson eller et mindre selskap å gjøre.⁸

1.3.3 Tilretteleggere

Salg av større aksjeposter, krever en mer omfattende organisering enn mindre salg, hvor aksjene legges ut for salg over børs. Selger vil f. eks ha behov for hjelp vedrørende

⁶ Jfr The Securities Lawyer's Deskbook, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933 Rule 144A.

⁷ Tidligere Forum of European Securities Commission (FESCO).

⁸ Dette betyr at de settes i tildelingstransjen for institusjonelle, men det betyr ikke nødvendigvis at de kan behandles som profesjonelle på andre måter. Se mer om dette under punkt 2.4.3.1.2.

markedsføring, organisering og registrering av innkomne tegninger, samt ha behov for veiledning i forbindelse med tildelingen av aksjene til interessentene (heretter kalt tegnerne).

For å bistå selger i salgsprosessen opprettes det ofte et syndikat, som består av forskjellige verdipapirforetak. Syndikatet er bygget opp som et hierarki, hvor det på toppen er f.eks ett eller to norske verdipapirforetak og ett utenlandsk verdipapirforetak, som har instruksjonsmyndighet og veiledningsplikt overfor de andre verdipapirforetakene i hierarkiet. Hensikten med å innsette to på toppen av hierarkiet, i motsetning til ett, kan f.eks være for å få et strukturert og hensiktsmessig salg, slik at det norske foretaket har ansvaret for salg innen Norge, mens det utenlandske har ansvaret for salg i resten av verden. Dersom man kun har ett foretak, norsk eller utenlandsk på toppen, har dette ansvaret for hele salget på verdensbasis. Det, eller de, verdipapirforetak/ene som er på toppen, kalles global lead/s, global coordinator/s eller (hoved)tilrettelegger/e (heretter kalt tilrettelegger eller tilretteleggerne). Tilrettelegger inngår normalt avtale med selger vedrørende ansvarsfordelingen i salgsprosessen. Det er vanlig at tilrettelegger har hovedansvaret for salgsprosessen hva gjelder rådgivning i forbindelse med salgsprosessen på det strukturelle, juridiske og på det administrative plan. Dette er oppgaver som organisering av markedsføringen, inngåelse av møteavtaler med investorer ("roadshow"), føre oversikt over tegninger som kommer inn til foretaket samt de som kommer inn til de andre verdipapirforetakene (dette blir kalt å være en "bookrunner"). Videre gir tilrettelegger råd i forbindelse med lover og børsregler i forskjellige jurisdiksjoner. Tilrettelegger kan også forestå tildelingen av aksjene eller gi selger råd vedrørende tildelingen. Dersom det er to tilretteleggere, foregår tildelingsprosessen enten mellom disse i fellesskap, eller det er avtalt at det ene foretaket skal ha det overordnede ansvaret, dvs som "bookrunner". De verdipapirforetak som ligger under i hierarkiet bistår tilrettelegger/ne med markedsføringen og salg av aksjene.

1.3.4 Overtegning

Ved overtegning oppnås en rekke fordeler. Selger vil først og fremst ønske en overtegning for å få en best mulig pris for aksjene. En overtegning kan medfører at

prisen pr aksje kan settes høyere,⁹ enn i situasjoner der tilbud og etterspørsel er lik. De som er villig til å betale mer pr aksje får tildeling på bekostning av de som ikke er villige til å betale denne høyere prisen.¹⁰ Ved nedsalg og utsalg er det en forutsetning for selger å få best mulig avkastning/gevinst på sin investering. Ved IPO, hvor det er en blanding av sekundært salg og en emisjon fra selskapet, er det et ønske for selger å få høyest mulig pris, for å få reist billigst mulig frisk kapital til selskapet, i tillegg til ønske om best mulig avkastning.

Et annet poeng med overtegning er å ikke mette etterspørselen etter aksjene idet salget er gjennomført. Hvis tilbudet og etterspørselen er lik, vil det ikke være etterspørsel igjen etter salget, og aksjekursen vil falle. Av hensyn til eksisterende aksjonærer i det børsnoterte selskapet bør dette søkes unngått, slik at verdien av deres investering opprettholdes eller økes. Dette er også viktig dersom aksjonæren selger seg ned, da det vil være en målsetning å opprettholde verdien på den gjenværende investeringen.

Ved overtegning vil man videre kunne ha frihet til å sette sammen en aksjonærstruktur som er hensiktsmessig og nyttig for selger ved at man kan sløyfe visse tegnere, noe som er særlig viktig dersom selger foretar et nedsalg og fortsatt skal være aksjonær.

1.4 Rettskildesituasjonen

1.4.1 Innledning

Det finnes ikke spesifikke lovregler som regulerer tildeling av aksjer. For det meste finner man kun veiledning i form av anbefalinger og interne regler i meglerbransjen,¹¹ samt visse generalklausuler i verdipapirhandelloven. I mangel av rettsavgjørelser, både på nasjonalt og internasjonalt nivå, er mye av den "retten" som behandles i det følgende derfor skapt i praksis av Kredittilsynet, Norges Fondsmeglerforbund, hos verdipapirforetakene og i EU/EØS-organer gjennom anbefalinger.

⁹ Forutsatt at prisen ikke er fastsatt i prospekt eller annen informasjon til markedet.

¹⁰ Se mer om bookbuilding under punkt 2.4.3.5.5.

¹¹ F.eks. Etsiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund.

1.4.2 Lovgrunnlaget

1.4.2.1 Verdipapirhandelloven

Omsetning av aksjer er først og fremst regulert i verdipapirhandelloven, og vil være det sentrale utgangspunkt for drøftelsene i oppgaven.

Loven har ikke en egen bestemmelse om hvem loven gjelder for. Det finnes heller ingen klare uttalelser i forarbeidene¹². Det kan imidlertid utledes av vphl. kapittel 1 om formål, definisjoner og forskriftshjemmel, at loven gjelder for alle som handler med finansielle instrumenter. Enkelte kapitler i loven er imidlertid forbeholdt verdipapirforetakene f.eks kap 8, 9 og 11, mens andre kapitler er generelle og gjelder for alle aktørene i verdipapirmarkedet, f.eks kap 2, 3 og 4. I tillegg er det egne kapitler som regulerer tilsynsmyndigheten og gir hjemmel for sanksjoner, jfr kap 12, 13 og 14.

Verdipapirhandellovens hovedformål er angitt i lovens § 1-1. I tillegg finner vi enkelte særlige formål angitt i de forskjellige bestemmelsene i loven. Loven skal legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. I forarbeidene er det lagt til grunn at dette formålet må anses oppfylt når markedsplassen fungerer godt, og at handelen i markedet tilfredsstiller alminnelige rettfferdsnormer. Dette innebærer at ingen aktører bør få muligheten til å sikre seg gevinst eller unngå tap på en utilbørlig måte og på bekostning av de øvrige aktørene i markedet. En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at de har tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte, f.eks ved at de aktuelle verdipapirer eksisterer eller vil bli utstedt, at verdipapirene eies av den som hevder å eie dem, at oppgjør skjer til gitt tidspunkt, at eierrettighetene til et verdipapir varer over tid osv.¹³

Mellommannen/verdipapirforetaket har en viktig rolle i et velfungerende verdipapirmarked, fordi denne/det tar ansvaret og risikoen knyttet til oppgjørsfunksjonen. Uten tillit til at markedet fungerer etter gitte retningslinjer, vil risikoen ved å investere i verdipapir være så høy at den virker negativt på aktiviteten i markedet.¹⁴

¹² Jfr NOU 1978:42, NOU 1995:1, NOU 1996:2, Ot. prp. nr 29 (1996-97)) og Ot. prp. nr. 84 (1997-98).

¹³ Jfr NOU 1996:2 s. 20.

¹⁴ Jfr NOU 1996:2 s. 24.

Vernet om forbrukerinteressene ble ansett å være et vesentlig element i lovgivningen om verdipapirhandel i forarbeidene til den gamle verdipapirhandelloven.¹⁵ Men det er ikke bare små-investorene som skal beskyttes. Ut fra flere av bestemmelsene i den nye verdipapirhandelloven ser vi at kundene generelt og deres interesser skal prioriteres, jfr f.eks §§ 9-2 og 9-3, således både private investorer og institusjonelle investorer. Investorbeskyttelsen er derfor et viktig formål i reguleringen av verdipapirhandelen, selv om den ikke er nevnt i lovens formålsparagraf.

All handel med aksjer og alt som har med denne handelen å gjøre, må skje i lys av lovens formål, således også tildelingsprosessen. Ved at selger og tilretteleggere overholder handelsregelene, vil handelen foregå på en sikker, ordnet og effektiv måte. Og ved at kundene får den beskyttelse de har behov for og krav på, ivaretas markedets integritet. Lovens formål vil derfor være av sentral betydning ved redegjørelsen i oppgaven.

Når det gjelder lovens stedlige virkeområde, omfatter definisjonen av finansielle instrumenter både norske og utenlandske finansielle instrumenter. Selv om loven ikke har noen egen bestemmelse om dette, fremgår det av forarbeidene at loven skal gjelde omsetning av samtlige finansielle instrumenter i riket.¹⁶ Veiledning om anvendelsesområdet for regelene om verdipapirforetak og deres virksomhet vil også kunne søkes gjennom EU/EØS-direktiv.¹⁷ En viss veiledning gir også Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai nr. 10 1902 (strl.). Da overtredelse av mange av verdipapirhandellovens bestemmelser er straffesanksjonert, må straffeloven supplere verdipapirhandelloven. Av strl. §12 fremgår det, at med mindre noe annet er bestemt eller avtalt med annen stat, kommer loven til anvendelse på handlinger som er foretatt i riket.

I vphl. § 7-9 er det angitt hvilke regler som kommer til anvendelse på utenlandske verdipapirforetak. De regler som berører salgs- og tildelingsprosessen, og som blir

¹⁵ Jfr NOU 1978:42 s. 78 til lov av 14. juni 1985 nr. 61.

¹⁶ NOU 1978:42 s. 141.

¹⁷ se om dette under punkt 1.4.2.4.

behandlet i det følgende, er angitt i vphl. § 7-9. Jeg skiller derfor ikke mellom norske og utenlandske foretak i det følgende.

1.4.2.2 Børsloven

En annen sentral lov i verdipapirretten er lov av 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven). Loven har som formål å legge til rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter, jfr børsloven § 1-1. Loven regulerer derfor først og fremst verdipapirmarkedene, og ikke selve verdipapirhandelen slik som verdipapirhandeloven, således norsk børsvirksomhet og virksomheten til norsk autorisert markeds plass¹⁸ i Norge og i utlandet, jfr lovens §§ 1-2 og 1-3.

Børsloven har blant annet adferdsregler for børsmedlemmer, jfr lovens §§ 5-4 og 5-5. Overholdelse av adferdsreglene er imidlertid vilkår for deres medlemskap, og er ikke generelle adferdsregler for hvorledes de skal opptre i forhold til andre markedsaktører. På den annen side er en god markedsadferd gjerne en forutsetning for medlemskap, slik at det er nær sammenheng mellom verdipapirhandelovens adferdsregler og børslovens bestemmelser om medlemskap. Medlemskap i Oslo Børs er nødvendig for å handle med finansielle instrumenter i Norge over børs, jfr børslovens § 5-4 og børsforskriften kap 11. I dag er, med unntak av Norges Bank, samtlige børsmedlemmer verdipapirforetak, norske og dessuten utenlandske med tillatelse til å drive slik virksomhet i Norge.¹⁹ Det er imidlertid adgang til å la andre foretak enn verdipapirforetak å bli børsmedlem.²⁰

Loven er imidlertid mindre sentral ved drøftelsene rundt salgs- og tildelingsprosessen, og vil bare til en viss utstrekning bli behandlet under drøftelsene om prospekt.

¹⁸ Markeds plass med konsesjon etter børsloven § 2-1, jfr § 1-3. Ingen av verdipapirforetakene har pr i dag konsesjon som autorisert markeds plass. Kilde: Finansdepartementet august 2003

¹⁹ Jfr uttalelse fra sjefsjurist Atle Degré ved Oslo Børs 24.09.03.

²⁰ Jfr NOU 1999:3 s. 73.

1.4.2.3 Børsforskriften

Også Børsforskriften av 17. januar 1994, fastsatt av Finans- og tolldepartementet med hjemmel i børsloven, er sentral i verdipapirretten. Forskriften har ikke en egen bestemmelse om hvem forskriften gjelder for og hva den gjelder, men ut av bestemmelsene kan man utlede at forskriften gjelder for utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter, f.eks børsforskriften § 2-1, samt børsmedlemmer og børsrepresentanter, jfr f.eks børsforskriften kap 11. Dersom en selger foretar en IPO eller et selskap foretar en IPO, kapitalforhøyelse, emisjon, fisjonerer, fusjonerer osv, vil også selger og selskapet dekkes av forskriften, jfr f.eks regler om prospekt i forskriftens del V.

Børsforskriften er, på lik linje med børsloven, mindre sentral for oppgavens drøftelser, og vil kun til en viss grad bli behandlet under drøftelsene om prospekt.

1.4.2.4 EU/EØS-rett

EU/EØS-direktivene blir ikke uten videre gjeldende som norsk rett. Norsk rett bygger på det såkalte "dualistiske prinsipp", som betyr at det må en norsk lov eller annen norsk rettsakt til (f. eks en forskrift), for å gi en person eller andre rettssubjekter rettigheter og plikter. Først da kan regelene i direktivet håndheves ved norske domstoler. Direktivene jeg henviser til i drøftelsene, er transformert til norske regler i forskjellige regelverk innen verdipapirretten. Direktiv som ikke har rukket å bli implementert i norsk rett, kan også tillegges en viss vekt, ved at de f. eks gir veiledning i rettstomme rom. Et nytt direktiv kan f. eks være en videreutvikling av eldre regler, som vi allerede har implementert.

EU's Rådskdirektiv 93/22 av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD),²¹ er utgangspunktet for mange av de nye regelene i den nye verdipapirhandelloven.²² Direktivet inneholder minstekrav til regler for regulering av verdipapirhandel i medlemsstatene, jfr fortalen i direktivet. Regelene har særlig

²¹ Jfr Direktivet er i skrivende stund under revisjon. Arbeidet forventes å avsluttes i EU-Rådet og EU-parlamentet våren/høsten 2004, jfr foredrag holdt av rådgiver Ineke Arnstad i Kredittilsynet på Seminar for verdipapirforetakene 14.05.03.

²² Jfr Ot. prp nr.29 (1996-97) s. 7, og med direkte henvisninger i overskriftene til vphl. kapitlene 8 og 9.

selvstendig betydning ved drøftelsen om ansatte i utenlandske verdipapirforetak sin tildeling.²³

Videre er det vedtatt direktiv vedrørende prospekter, Rådskdirektiv 89/298 og Rådskdirektiv 80/390. Rådskdirektiv 89/298 gir regler om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut for offentlig tegning for første gang i en medlemsstat, forutsatt at verdipapirene ikke allerede er notert på en fondsbørs i medlemsstaten, jfr direktivets art. 1. Dette er typisk kapitalforhøyelser, emisjoner osv. Rådskdirektiv 80/390 gir i hovedsak regler for prospekter som utarbeides i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs, jfr direktivets art. 1, typisk IPO. Rådskdirektiv 89/298 er implementert i norsk rett, jfr overskriften i vphl. kap 5, samt i børsforskriften § 14-7. Rådskdirektiv 80/390 er implementert gjennom børsforskriften § 14-7. Prospektdirektivene er i dag under revisjon, og revisjonen går i hovedsak ut på utarbeidelse av tekniske detaljer rundt utarbeidelsen av prospekt, prospektkrav for ulike typer salg som hittil har vært uregulert, og dessuten nye regler for publisasjon av prospekt.²⁴

I tillegg er det vedtatt et direktiv som inneholder minimumsregler for reguleringen av innsidehandel, jfr Rådskdirektiv 89/592. Direktivet er implementert i norsk rett, jfr overskriften i vphl. kap 2. Det er i dag vedtatt et nytt direktiv som skal erstatte dette direktivet, Rådskdirektiv 2003/6, om innsidehandel og kursmanipulasjon.²⁵ Direktivet er foreløpig ikke implementert i norsk rett, men tilsvarer i stor grad det eldre direktivet. De forandringer som er gjort, er foretatt med sikte på å utvide regelverket ved på en bedre og mer omstendelig måte gi uniforme definisjoner, fremgangsmåter for å hindre markedsmisbruk, samt gi utførlige samarbeidsregler for tilsynsmyndigheter i hele EU/EØS. Så vidt jeg kan se, vil det materielle innhold i de norske forbudsreglene være det samme etter en eventuell tilpasning til det nye direktivet. Når det gjelder påbud om

²³ Se om dette under punkt 2.6.2.

²⁴ Arbeidet forventes avsluttet i løpet av høsten 2003, med en implementeringsfrist på 18 måneder, jfr brev fra Kredittilsynet til Finansdepartementet av 22.05.03.

²⁵ Det såkalte "Markedsmisbrukdirektivet".

organiseringen av tilsynsmyndigheten og foranstaltninger, vil reglene imidlertid måtte endres noe.

Fordi norske verdipapirrettsregler gjennomfører EU/EØS-direktivene, er det naturlig å tolke lovteksten i lys av disse direktivene. Har man ingen holdepunkter i andre rettskilder for tolkningen av reglene, må man presumere at lovgiver ønsker å oppfylle våre folkerettslige forpliktelser etter EØS-avtalen. Er det derimot motstrid mellom EØS-retten og norsk rett, må norsk rett gå foran i tråd med det dualistiske prinsipp.²⁶

Direktivene er såkalte "minimumsdirektiv", noe som betyr at direktivene ikke er til hinder for at landene gjennomfører en lovgivning som er strengere og pålegger verdipapirforetakene og andre handlende med finansielle instrumenter flere forpliktelser. En begrensning ved utarbeidelse av strengere regler i nasjonal rett, ligger imidlertid i prinsippet om fri bevegelighet av kapital, jfr EØS-avtalen del III kap 4. Reglene må således ikke være handelsbegrensende, jfr EØS-avtalen art. 11 og art 12, med mindre unntak fra reglene kan komme til anvendelse, jfr EØS-avtalen art 13.

EU- og EØS-retten skal tolkes av EF- og EFTA-domstolen. I den grad den norske verdipapirretten går lengre enn direktivene, dvs er en skjerping av reglene, må reglene tolkes på bakgrunn av EU/EØS-retten for den delen av regelen som er "identisk" med den norske regelen. Den delen av regelen som innebærer en skjerping, f. eks pålegger flere plikter i forhold til direktiv-regelen, må derimot tolkes på bakgrunn av norske rettskildefaktorer. Er de norske reglene derimot unike i forhold til EU/EØS-retten, må det være forsvarlig å anta at vi er tilbake på et utelukkende norsk rettsområde, hvor norske rettskildefaktorer tolkes og anvendes slik vi er vant til.

1.4.3 Forarbeider

De viktigste forarbeidene til verdipapirhandelloven er NOU 1996:2, NOU 1995:1, NOU 1978:42, Ot.prp. nr. 84 (1997-98) og Ot.prp. nr. 29 (1996-97). Videre vil forarbeidene til implementerte EU/EØS-direktiv kunne få betydning, ved at de gir veiledning ved forståelsen av de norske EU/EØS-implementerte reglene.

²⁶ Se om dette i Sejersted m.fl. (1995) s. 150.

Forarbeidene veier tradisjonelt tungt i norsk rettskildelære, mens de har en beskjeden vekt i EU/EØS-rettens rettskildelære.²⁷ Ettersom mange av endringene i verdipapirhandelloven kom som en følge av blant annet ISD-direktivet, kan det hevdes at norske myndigheter ikke har herredømme over regelenes innhold. Uttalelser og forhandlingsdokumenter fra EU/EØS må imidlertid uansett vike for uttalelser i norske lovforarbeider. Det er den norske loven og forståelsen fra lovgiver vi i utgangspunktet må forholde oss til. På den annen side kan det være grunn til å legge større vekt på slike uttalelser og forhandlingsdokumenter dersom man mangler holdepunkter i norsk rett.

1.4.4 Meglerpraksis

Meglerpraksis eller bransjepraksis er ofte forløperen til nye og strengere regler på verdipapirrettens område, både nasjonalt og internasjonalt. Direkte betydning får meglerpraksis som rettskilde i rettsstomme rom og der reglene er skjønnsmessig utformet. Mange av de kriteriene for tildeling som anvendes i salgsprosessen er f. eks et resultat av meglerpraksis.²⁸

Bransjepraksis kan på mange måter sammenlignes med sedvane. Slik praksis er gjerne foranledning til lovendringer. Hvilken vekt slik praksis vil bli tillagt ved rettslige avgjørelser, vil antagelig bero på en konkret vurdering av hvor utbredt, fornuftig og god praksisen er, og i hvilken grad de berørte parter har innrettet seg etter foreliggende praksis.²⁹ Dette betyr ikke at domstolene er forpliktet til å følge og anvende bransjepraksisen ved de rettslige vurderingene. Dersom bransjepraksis strider mot andre rettskildefaktorer av høyere rang, må den i de fleste tilfeller vike.

Foreliggende utbredte bransjepraksis, f. eks vedrørende fastsettelse av kriterier i tildelingsprosesser, må tillegges vekt frem til en lovregel, rettspraksis, forvaltningspraksis osv, gir anvisning på nye begrensninger.

²⁷ Eckhoff/Helgesen (1997), s. 69 flg. og Arnesen (1995), s. 14.

²⁸ Se om dette under punkt 2.1.

²⁹ Jfr Eckhoff/Helgesen (1997) s. 239.

1.4.5 Rettspraksis, Kredittilsynets rundskriv, brev og vedtak, børssirkulære og vedtak truffet av Oslo Børs, samt anbefalinger, notater og avgjørelser avsagt av Norges Fondsmeglerforbund.

Det finnes meg bekjent, ingen avgjørelser vedrørende tildeling av aksjer avsagt av norske domstoler eller EF- og EFTA-domstolen. De dommene som det refereres til i det følgende, er kun til støtte for forståelsen av enkelte av lovbestemmelsene som kommer til anvendelse på salgs- og tildelingsprosessen.

Kredittilsynet er et forvaltningsorgan underlagt Finansdepartementet³⁰, og fungerer som tilsynsmyndighet på blant annet verdipapirrettens område. Også Finansdepartementet er en tilsynsmyndighet, jfr vphl. § 12-1, men da mye av myndigheten innen verdipapirsektoren er delegert til Kredittilsynet,³¹ redegjøres det ikke nærmere Finansdepartementets rolle.

Tilsynets hovedformål er å avdekke og forfølge ulovlig virksomhet i verdipapirmarkedet, samt gjennom utadrettet virksomhet å bidra med tiltak som må antas å ha en preventiv virkning i forhold til lovovertrедelser. I tillegg skal tilsyn føres med verdipapirforetakenes generelle virksomhet. Dette kan leses ut av blant annet vphl. § 12-1 og kredittilsynsloven § 3. Ved at de har hjemmel til å ilegge sanksjoner, jfr vphl kap 12, 13 og 14, vil disse fungere som et ris bak speilet, og således bidra til at markedets aktører overholder lovgivningen. Gjennom tilsynet vil Kredittilsynet således bidra til at en tildelingsprosess gjennomføres i henhold til lover, og dessuten i henhold til akseptert og god bransjeskikk.

Når Kredittilsynet utøver tilsynsmyndighet ved å treffe avgjørelser, herunder ilegger sanksjoner ved brudd på regelverk, dannes det forvaltningspraksis. Da mye av den "retten" som behandles i det følgende er utledet av rettslige standarder, praksis og retningslinjer fra forskjellige markedsaktører, vil Kredittilsynets forvaltningspraksis få større betydning enn det vi vanligvis i rettskildelæren er vant til.

³⁰ Jfr diverse fotnoter i kredittilsynsloven, som henviser til Finansdepartementet der betegnelsen departement er brukt.

³¹ jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 773.

I tillegg utferdiger Kredittilsynet rundskriv med direktiver og anbefalinger til aktørene i verdipapirmarkedet, tolkninger av regelverk m.m., som vil ha en viss rettskildemessig betydning. Slike rundskriv vil i mange tilfeller skape en bransjepraksis, da adressatene for uttalelsene vil søke å etterleve dem. En domstol er imidlertid verken bundet av forvaltningspraksis eller av rundskrivene.

I tillegg til vedtak og rundskriv, utferdiger Kredittilsynet "brev". Dette er en henvendelse til en markedsaktør som ikke inneholder noe vedtak, men kan være en generell orientering, eller en bekreftelse på at tidligere forhold/lovovertrедelser er utbedret. Jeg vil derfor anvende dette skillet mellom brev og vedtak i det følgende.

Oslo Børs er også et tilsynsorgan. Børsen og Kredittilsynet har inngått en samarbeidsavtale om oppgavefordelingen m.m. mellom dem.³² Etter avtalens punkt 2, skal begge institusjonene:

"...sikre at handel med verdipapirer og andre finansielle instrumenter i markedene som drives av Oslo Børs skjer i henhold til vedtatte lover, forskrifter, handelsregler og forretningsvilkår, og på en slik måte at eksisterende og potensielle markedsaktører opplever markedene som veldrevne, rettferdige og tillitvekkende."

Av avtalens vedlegg 1, fremgår det at Børsen stort sett bistår Kredittilsynet med undersøkelser i forbindelse med mulige overtredelse av verdipapirhandelloven, med unntak av brudd på regler etter vphl. kap 4 og 5. Da det ikke foreligger noen relevante vedtak avsagt av Børsen i forbindelse med mine drøftelser, går jeg ikke nærmere inn på Børsen som tilsynsmyndighet.

I tillegg utferdiger Oslo Børs sirkulære med samme formål, og har ofte samme adresse som Kredittilsynets Rundskriv. Sirkulærene vil kunne danne bransjepraksis. Det foreligger imidlertid ingen relevante sirkulære for oppgavens drøftelser.

Norges Fondsmeglerforbund er en landsomfattende næringsorganisasjon for fondsmeglerforetak og andre verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge, jfr Vedtekter for Norges Fondsmeglerforbund § 2-1 (heretter kalt Vedtektene)jfr § 3-1. Gjennom sine organer, Klagerådet og Etisk Råd,

³² Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs av 8. mai 2001.

utfører forbundet tilsyn med sine medlemmer.³³ Rådet behandler saker vedrørende spørsmål om tolkning og forståelsen av de Etske normene, verdipapirforetakenes kontraktsrettslige forpliktelser, samt om det foreligger brudd på de kontraktsrettslige pliktene, de Etske normene eller lovgivning, jfr Behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds Etske normer (heretter kalt Behandlingsregelene) § 2-4 (5).

For å bidra til at allmennhetens tillit til verdipapirmarkedet opprettholdes, har forbundet en autorisasjonsordning for visse ansatte i medlemsforetakene, som skal sikre at de ansatte har tilstrekkelig yrkeserfaring og kunnskaper, herunder har betryggende kjennskap til blant annet regelverk som gjelder for foretakenes virksomhet, jfr Regler for autorisasjonsordning for ansatte i foretak som er medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund (heretter kalt Autorisasjonsregelene) §§ 1-1 og 2-2. Autorisasjonen kan på visse vilkår opphøre og tilbakekalles, jfr Autorisasjonsregelene § 4-1. Denne autorisasjonsordningen vil fungere som et ris bak speilet, da foretakets omdømme kan tenkes svekkes, dersom de ansatte ikke får, eller mister sin autorisasjon.

I tillegg utferdiger forbundet notater og anbefalinger, som sendes til medlemmene og som legges ut på forbundets hjemmesider³⁴. Disse kan danne bransjepraksis.

Et medlem plikter å respektere Rådets avgjørelser, men i motsetning til vedtak fattet av Kredittilsynet, har et medlem rett til å reservere seg mot avgjørelsen, jfr Behandlingsregelene § 4-3. Med dette menes at medlemmet må levere inn en skriftlig redegjørelse/begrunnelse som skal offentliggjøres sammen med Rådets avgjørelse. Terskelen for å reserve seg er antagelig høy. Etter en gjennomgang av avgjørelsene fra Rådet, synes det ikke som om et medlem noen gang har reservert seg. Ingen medlemmer har tatt avgjørelsen inn for domstolene. En sammenligning kan kanskje trekkes til avgjørelser avsagt av Bankklagenemda. Bankklagenemda har avsagt langt flere avgjørelser enn Rådet. Reservasjon mot avgjørelsene, skjer imidlertid i ytterst få

³³ Etisk Råd og Klagerådet anses som ett råd, fordi Klagerådet er underlagt Etisk Råd og fordi de har de samme medlemmene, jfr uttalelse av advokat Frede Aas Rognlien i Norges Fondsmeglerforbund. Jeg bruker derfor betegnelsen "Rådet" i det følgende.

³⁴ www.nfmf.no.

saker. Det vil også kunne ramme et verdipapirforetaks omdømme om de velger å fortsette med en adferd i strid med de avgjørelser som er avsagt.

Avgjørelser avsagt av Rådet har betydelig vekt i bransjen. En avgjørelse vil legge føringer på de andre verdipapirforetakenes praksis, og de vil opptre i henhold til de tolkninger Norges Fondsmeglerforbund foretar med hensyn til regelverket på verdipapirrettens område. Uttalelser og avgjørelser fra Norges Fondsmeglerforbund er kun gjeldende for medlemmene av forbundet, men vil imidlertid ha rettskildemessig betydning som uttrykk for god bransjestandard (god forretningsskikk).

Norske Finansanalytikerens Forening er en interesseorganisasjon. Medlemsskapet er personlig, og medlemmer er hovedsakelig finansanalytikere, men også andre interesserte. Mange av medlemmene vil i kraft av sine yrker kunne ha en direkte eller indirekte innflytelse på tildelingsprosessen. En finansanalytiker vil f. eks kunne ha en rolle ved utarbeidelsen av anbefalingen om tildeling fra tilretteleggeren.³⁵

Foreningen har en Etisk Komité, som kan ta opp saker på eget initiativ eller behandle klager vedrørende medlemmenes brudd på foreningens Etiske regler og offentligrettslig lovgivning, jfr Etiske Regler punkt 4.1.³⁶

Overtredelse av en rekke bestemmelser innen verdipapirretten er straffbart, se f. eks vphl. § 14-3 og børsloven § 9-1. Ved illeggelse av straff, må det ut fra det strafferettslige legalitetsprinsipp, utvises tilbakeholdenhet med å legge vekt på tilsynsmyndighetenes oppfatning som argument for vide tolkninger.

Under mitt arbeid har jeg hatt samtaler med en rekke aktører i bransjen, og jeg viser til deres uttalelser en rekke steder i oppgaven. Jeg er klar over at disse ikke er noen rettskilde, men jeg har funnet det nødvendig å få uttalelser på områder der det ikke finnes rettskilder, og der det foreligger særskilt organisasjonspraksis som ikke er nedfelt

³⁵ Arbeidet vil imidlertid ikke skje i kraft av stillingen som finansanalytiker. Se som eksempel Kredittilsynets vedtak rettet mot Alfred Berg under punkt 2.4.3.4.1.

³⁶ På grunn av manglende relevante avgjørelser og dessuten at foreningens medlemmer faller litt på siden for hovedaktørene i tildelingsprosessen, behandles foreningen ikke i det videre.

verken i interne reglement eller i instruksjer. Uttalelsene kan gi et bilde av sentrale markedsaktørers oppfatning, og kan kanskje gi en indikasjon på en praksis på området.

1.4.6 Andre utenlandske rettskilder

Andre utenlandske rettskilder kan være de andre europeiske landenes nasjonale rett, praksis innen de europeiske landene, regler og anbefalinger fra internasjonale organisasjoner Norge er medlem av, samt regler og praksis utenfor Europa. F.eks er den amerikanske definisjonen av institusjonelle investorer lagt til grunn for definisjonen av disse i Norge.³⁷ Når det gjelder de europeiske landene som er medlem av EU og EØS, vil disse i stor grad ha de samme reglene innen verdipapirretten som følge av sitt medlemskap.

Der det ikke foreligger noe tolkningsmateriale fra EU/EØS, f.eks fordi det ikke er reist noen saker ved EU- og EFTA-domstolen ennå, kan det være relevant å se på forarbeider i andre land i Europa som har lignende regler, samt avgjørelser foretatt av disses nasjonale domstoler. Myndighetene i andre medlemsland i EU/EØS har hatt den samme oppgaven som norske myndigheter når det gjelder å transformere EU/EØS-direktiv til nasjonal lov i sine respektive land. Således kan det tenkes at lov og reglementer i disse landene kan bistå forståelsen av det norske regelverket. Dette vil uansett være en sekundær rettskilde, og vil kun bli aktuelt å anvende dersom norske rettskilder gir liten eller ingen veiledning. Jeg har imidlertid ikke funnet det nødvendig å anvende andre lands rett i min fremstilling.

Veiledning vil også kunne søkes i praksis hos verdipapirforetakene i Europa. Da mye av virksomheten i dag er grenseoverskridende og det stadig utarbeides felles regler på verdipapirrettens område, vil praktiseringen av skikk og bruk i meglerbransjen kunne gi veiledning om hvordan reglene tolkes av bransjens egne folk.

Når det gjelder USA, vil avgjørelser fra SEC ha mindre relevans. Stort sett er reglene i USA vedrørende salg av verdipapirer så vidt forskjellige fra norsk og annen europeisk

³⁷ Se punkt 1.3.2.

rett,³⁸ slik at det vil være mer naturlig for Norge å forholde seg til europeisk rett og praksis. Jeg vil derfor i den følgende fremstillingen, avstå fra å bruke regler og praksis fra USA.

Det er utarbeidet en del retningslinjer for tolkning, anbefalinger og standarder (heretter kalt uttalelser) på verdipapirrettens område i CESR. Medlemmene av denne komiteen er verdipapirtilsynene i EU/EØS,³⁹ og Norge er representert ved Kredittilsynet. CESR arbeidsoppgaver er todelt. Dels rådgir CESR EU-kommisjonen etter mandat fra Kommisjonen, dels arbeider de på eget initiativ, jfr Charter art 4, 4.1, for ensartet tolkning og implementering av anbefalingene og standardene i medlemslandene, Jfr Charter art. 4, 4.3. CESR har nå utarbeidet forslag til nytt ISD-direktiv art. 11 om god forretningsskikk,⁴⁰ som er oversendt til Kommisjonen for behandling og vedtakelse. Retningslinjer for tolkning, anbefalinger og standarder utarbeidet av CESR og som ikke vedtas av EU-kommisjonen, er medlemslandene ikke juridisk forpliktet til å følge. Det forventes imidlertid at medlemslandene, ved deres medlemmer, arbeider for å få disse implementert i sin nasjonale rett, jfr Charter art. 4 4.3.

Den rettskildemessige betydningen av uttalelser fra CESR er begrenset. Ettersom uttalelsene ikke er juridisk bindende kan de ikke tilsidesette regler som følger av norsk lov og forarbeider, eller av retts- eller forvaltningspraksis. Innebærer derimot den norske regelen en skjønnsmessig bedømmelse basert på direktiv fra EU/EØS, jfr f.eks vphl §§ 9-1 og 9-2, vil enkelte uttalelser, f.eks standarder, kunne gi veiledning ved tolkningen av regelen. CESR's anbefaling "A European Regime of Investor Protection - the professional and the counterparty regimes, Annex: Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules",⁴¹ vil f.eks gi veiledning om hvem som skal regnes som profesjonelle investorer i vphl § 9-2. Der man ikke finner tilstrekkelig

³⁸ Se redegjørelse "Amerikanske verdipapirregler" ved Erik T. Huitfeldt inntatt som vedlegg 1 i NOU 1996:2.

³⁹ Charter of the Committee of European Securities Regulators (Heretter kalt Charter) art. 1, 1.1.

⁴⁰ "A European Regime of Investor Protection - The harmonization of conduct of business rules" (CESR/01-014d) og "A European Regime of Investor Protection - The professional and the counterparty regimes" (CESR/02-98b).

⁴¹ CESR/02-098b.

veiledning i norske rettskildefaktorer ved tolkning av en norsk bestemmelse, eller der regelen er en implementering av f. eks ISD, kan det være naturlig å se hen til uttalelser fra CESR som dekker bestemmelsens innhold. En viss vekt kan da tillegges disse uttalelsene, og særlig dersom norske myndigheter har signalisert at de vil se hen til dem. CESR's uttalelser vil imidlertid alltid virke sammen med andre rettskildefaktorer og kan ikke alene begrunne et bestemt resultat.⁴² Jeg vil i oppgaven bruke en del standarder utarbeidet av CESR, som ett av flere relevante momenter ved fortolkningen av reglene i verdipapirretten.

Når det gjelder samarbeid på internasjonalt nivå, er Norge medlem av The International Organization of Securities Commission (IOSCO), som er en verdensomspennende sammenslutning av tilsynsmyndigheter på de nasjonale verdipapirmarkeder.⁴³ Organisasjonen har 102 land som ordinære medlemmer, deriblant Norge ved Kredittilsynet. I tillegg er det 57 tilsluttede medlemmer,⁴⁴ det vil si organisasjoner, børser og lokale tilsyn.⁴⁵ Oslo Børs er et tilsluttet medlem. Organisasjonen jobber blant annet med utviklingen av standarder for å oppnå et effektivt og pålitelig aksjemarked, samt regler for utveksling av informasjon mellom medlemslandene for utviklingen av og organisering av verdipapirmarkedene.⁴⁶ Organisasjonen har blant annet utarbeidet et dokument med standarder og prinsipper i forbindelse med innretningen av aksjemarkedene, Objectives and Principles of Securities Regulation, September 1998 (Objectives and Principles). Dette dokumentet og er på lik linje med uttalelser fra CESR, kun anbefalinger som medlemslandene skal søke å få gjennomført i sin nasjonale rett.⁴⁷ Objectives and Principles inneholder 30 prinsipper for og anbefalinger til organiseringen av tilsyn og selvregulering, samt regler for utstedere av aksjer, investeringsforetak og meglere. Objectives and Principles har vært utgangspunkt for mange av medlemmenes nasjonale regler og regler i EU/EØS-direktiv.⁴⁸ Vi vil derfor finne de fleste av disse reglene igjen i andre regelverk. F.eks har Norges

⁴² Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 24.

⁴³ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 24.

⁴⁴ Medlemsliste fra august 2003, tilgjengelig på www.iosco.org.

⁴⁵ Jfr Hansen (2003) s. 206.

⁴⁶ Se informasjon om organisasjonen på www.iosco.org.

⁴⁷ Jfr Hansen (2003) s. 206.

⁴⁸ Jfr Hansen (2003) s. 207.

Fondsmeglerforbund direkte vist til og basert sine Etiske normer på blant annet dette dokumentet.⁴⁹ Regler fra Objectives and Principles som er adoptert av EU/EØS-retten eller som er implementert i norsk rett, finnes i regelverk med større rettskildemessig vekt, og jeg vil derfor bare unntaksvis vise til denne standarden.

⁴⁹ Jfr Etiske normer § 1-1.

2. Rettslige begrensninger ved utøvelsen av selgers og syndikatets virksomhet under salgs- og tildelingsprosessen

2.1 Innledning

Når en aksjeeier skal foreta et salg av sine børsnoterte aksjer, er utgangspunktet at aksjene er fritt omsettelige. Dette følger av børsforskriften § 2-4 og av lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.) § 4-15. Aksjenes omsettelighet kan imidlertid begrenses ved lov⁵⁰, forskrift⁵¹ eller i allmennaksjeselskapets vedtekter⁵². Dersom slike begrensninger ikke foreligger, kan aksjeeieren selge aksjene til hvem han vil. Salgsfriheten viser seg i praksis når selger⁵³, gjennom tilretteleggeren, har fått inn alle tegningene, og aksjene tildeles etter eget skjønn, eller det foretas en loddtrekning blant tegnerne. At loddtrekning er tillatt, er anbefalt i CESR's anbefaling "Stabilisation and Allotment - A European Supervisory Approach",⁵⁴ chapter VI.⁵⁵

Det er imidlertid vanlig ved de store salgene at det legges visse føringer fra selgers side, i forbindelse med hvem som til syvende og sist skal tildeles aksjer. Først og fremst er det ikke uvanlig for selger å favorisere visse tegnere i tildelingsprosessen. Dette kan være tegnere som aksjeeieren ser seg godt tjent med å ha i aksjeselskapet, dersom han fortsatt skal være aksjonær. Enkelte tegnere kan også favoriseres allerede under salgsprosessen, på grunn av tidlig etterspørsel, prisagressivitet, størrelse på bestilling og investorhistorikk.⁵⁶ At tegnere som er tidlig ute med å melde sin interesse kan få en bedre tildeling, har sammenheng med at slike tegnere hjelper selskapet i bookbuilding-prosessen,⁵⁷ f. eks ved at pris på aksjen kan settes og at investorer blir fristet til å tegne

⁵⁰ Se f.eks vphl. § 2a-2.

⁵¹ Se f.eks børsforskriften § 12-4.

⁵² Se f.eks asal. § 4-15.

⁵³ Eventuelt selgers styre, dersom selger er et selskap. Jeg bruker i det følgende bare betegnelsen "selger", men da som en samlet betegnelse på både selger og selgers styre.

⁵⁴ CESR/02-020b

⁵⁵ Tilsvarende fortolkning er lagt til grunn i Woxholt's artikkel i Tidsskrift for forretningsjus nr. 3 1997 på s. 7.

⁵⁶ Jfr meglerpraksis - se s. 22 i avgjørelse fra Etisk Råd i sak nr. 2001/7.

⁵⁷ Se mer om bookbuilding under punkt 2.4.3.5.5.

seg når de vet at andre har gjort det.⁵⁸ En annen måte å favorisere tegnere på er å rette et tilbud til bestemte mulige interessenter, og si at de får en viss mengde aksjer dersom de aksepterer tilbudet i løpet av en viss tid, også kalt "take it or leave it-tilbud".

Det har også hendt at tilrettelegger har favorisert egne kunder ved innstilling til selger om tildeling. Dette har vært gjort fordi tilrettelegger vil få provisjon av de aksjene som selges gjennom dem, og det er dessuten en måte å opprettholde en god forretningsforbindelse på. Tilretteleggerens favorisering er imidlertid begrenset gjennom lovregler.⁵⁹

En innstilling om tildeling fra tilrettelegger fremlegges overfor selger, dersom selger har bedt om det. Dette gjøres etter at bookbuildingen er avsluttet, og innebærer en anbefaling om hvem som skal tildeles aksjer og hvor mange. Selv om det er selger som foretar den endelige tildelingen, gjøres det sjelden større forandringer i anbefalingen. Selgers har ofte ikke ressurser til å kontrollere og klassifisere alle tegningene som kommer inn til de forskjellige verdipapirforetakene i syndikatet. Således har tilrettelegger de beste forutsetninger for klassifisering av investorene med hensyn til transje og tier,⁶⁰ samt vurdere om eventuelle tegninger vil stride mot verdipapirhandelloven.⁶¹ I salg hvor man har å gjøre med "profesjonelle" selgere, som f. eks Statens Bankinvesteringsfond, er det derimot i stor grad selgeren som selv leder og kontrollerer tildelingsprosessen. Selv om tilrettelegger legger frem en anbefaling, har slike selgere gjerne lang erfaring, bred kompetanse og tilstrekkelig kapasitet til å foreta egne vurderinger og klassifiseringer av de enkelte tegningene, og vil i større grad være i stand til å foreta forandringer i anbefalingen.

Tildelingsvilkår henger nøye sammen med inndelingen i transjer. Først og fremst deler man investorene inn i nasjonale og utenlandske transjer, herunder institusjonell- og

⁵⁸ Se dog under punkt 2.7.2 om offentlighet av ordreboken.

⁵⁹ Se om dette i punkt 2.4.3.4.1.

⁶⁰ Dvs en inndeling av tegnerne i grupper og undergrupper.

⁶¹ Jfr intervju med adm. dir Jan W. Hopland i Statens Bankinvesteringsfond. Se også avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/26 s. 10 hvor ingen forandringer ble gjort i anbefalingen fra tilretteleggerne. Se nærmere om dette i punkt 2.6.4 om kontroll av tegninger.

retail-transjje.⁶² Betegnelsen "tilbud" kan også benyttes på slike overordnede transjer, således f. eks "det internasjonale tilbudet" og "det institusjonelle tilbudet". Videre kan investorene deles inn i undergrupper/transjer, som i større grad bærer preg av å være tildelingsvilkår, f. eks transje for tidlig etterspørsel, prisagressivitet, størrelse på bestilling, hensiktsmessig eierstruktur for selger, langsiktige investorer, og investorkvalitet. Under disse transjene kan investorene videre deles inn i tiere. Transjen om investorkvalitet kan f. eks deles inn i tiere for strategiske investorer, innsiktsfulle investorer, investores aktivitet i ettermarkedet (om det er antatt at han vil kjøpe mer), og størrelsen på investorens investeringsportefølje samt øvrige aktiva. Det er imidlertid bare vanlig å dele institusjonelle inn i undertransjer, da det ikke er noen "kvalitetsforskjeller" på retails.

Selger kan videre bestemme i prosent, hvor mye som skal tildeles de forskjellige transjene og tiere. Denne prosentangivelsen er imidlertid sjelden offentlig. Det kan f. eks være bestemt at institusjonelle investorer som sorterer under transje 1 skal tildeles 40% av aksjene, investorer sortert under transje 2 skal tildeles 20%, osv. Den endelige prosentfordelingen settes imidlertid ikke før tegningsperioden er over. Først på dette tidspunktet har selger og tilrettelegger oversikten over investorene og under hvilke transjer og tiere de kan sorteres.

En endelig tildelingsprosent bør offentliggjøres i etterkant av tildelingen. Dette er ansett for å være i tråd med FESCO's anbefaling "Market Conduct Standards for Participants in an Offering" (99-FESCO-B) art. 23, og lagt til grunn i en avgjørelse av Etisk Råd.⁶³

CESR's anbefaling "Stabilisation and Allotment - A European Supervisory Approach"⁶⁴ supplerer 99-FESCO-B, jfr anbefalingens innledning. I art. 1, "Allotment Principles", anbefales det at det skal settes en minste-tildelingsprosent for retail-transjen, som bare kan reduseres dersom transjen ikke er fulltegnet eller overtegnet. Bestemmelsen kan tyde på at det nå bør fastsettes tildelingsprosenter i forkant av tildelingen, i alle fall en fordelingsprosent for hovedtransjene retail-transjen og transjen

⁶² Se om forskjellen mellom retail og institusjonelle under punkt 1.3.2.

⁶³ Jfr sak nr. 2001/7.

⁶⁴ CESR/02-020b

for institusjonelle. Følgelig kan det være grunn til å angi prosenten i et prospekt eller i annen informasjon til allmennheten, slik at prosentangivelsen blir offentlig kjent. Det foreligger, så langt, ingen avgjørelser eller uttalelser fra tilsynsorganene vedrørende tildeling og prosentangivelse, etter utgivelsen av den nye standarden. Standarden er uansett ikke juridisk forpliktende, slik at et tilsynsorgan ikke kan sanksjonere overfor et verdipapirforetak eller selger, som følge av brudd på anbefalingen. For at selger, utstederselskap⁶⁵ eller verdipapirforetak skal bli forpliktet til å angi en tildelingsprosent i forkant av tildelingen, må det først foreligge enten lov- eller forskriftsregler, eller regler eller anbefaling utarbeidet av Norges Fondsmeglerforbund. Da det ikke foreligger noen uttalelser eller avgjørelser fra de norske domstolene eller tilsynsorganene vedrørende prosentangivelse for retail-transjen i forkant av salget, emisjonen osv, tolker jeg dette dithen, at det ikke anses for å stride mot god forretningsskikk, urimelige forretningsmetoder eller god børskikk å ikke oppgi slik prosentangivelse.

Tilretteleggers innstilling til selger må først og fremst bære preg av å være saklig. Hva som ligger i kravet om saklighet, må vurderes konkret i det enkelte tilfelle, f. eks på bakgrunn av de tildelingsvilkår som foreligger. Dersom slike tildelingsvilkår ikke foreligger, må saklighetskravet vurderes ut fra hva som anses saklig ut fra verdipapirhandelloven. Ut fra f. eks forbudet mot at enkelte kunder tilgodeses på bekostning av andre,⁶⁶ kan man utlede at forskjellsbehandling er usaklig. Videre kan andre lover som ikke har direkte tilknytning til verdipapirhandelen, legge føringer på saklighetsvurderingen. En tildeling ut fra en investors rase, hudfarge eller religion vil f. eks være straffbart etter strl. § 349 a. Videre vil en tildeling på bakgrunn av kjønn, kunne være straffbart etter lov om likestilling mellom kjønnene av 9.juni 1978 nr. 45 § 18, jfr §§ 13 og 3. At tildelingen er straffbar, må innebære at den også er usaklig.

Tegnerne vil ha en beskyttelsesverdig interesse under tildelingsprosessen ut fra hva som er indikert i prospektet, herunder en interesse av å bli plassert i riktig transje, og at disse transjene faktisk benyttes i tildelingsprosessen.⁶⁷ Problemene oppstår der prinsippene

⁶⁵ Dvs selskapet aksjer er utstedt av.

⁶⁶ Se om usaklig forskjellsbehandling under punkt 2.4.3.4.1.

⁶⁷ Jfr artikkel av Rønning/Hammerich i Tff nr. 1/1998 s. 133.

for klassifiseringen ikke overholdes, og der en favorisering av investorer må betegnes som klart urimelig eller usaklig.

I det følgende vil enkelte regler som har særlig betydning for selgers og syndikates adferd under salgs- og tildelingsprosessen behandles. Som jeg skal vise, vil en overtredelsen av reglene som styrer salgsprosessen, ofte kunne ha en innvirkning på tildelingsprosessen.

Overtredelser kan medføre illeggelse av straff eller administrative tiltak, og krav om erstatning fra den med et økonomisk tap.

2.2 Prospektet

2.2.1 Innledning

Et prospekt er en redegjørelse for aksjeselskapet og de aksjene som tilbys. Formålet med og innhold i et prospekt er angitt i vphl. § 5-5⁶⁸, børsforskriften §§ 14-1 og 20-1, Rådsdirektiv 89/298 art.11 og Rådsdirektiv 80/390 art. 4. Bestemmelsene er nokså likelydende, og gir anvisning på at prospektet skal opplyse om alle forhold som er nødvendig for at investorene og investeringsrådgiverne skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva, passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og rettigheter knyttet til aksjene. Ved at prospektet skal ivareta investorenes og investeringsrådgivernes interesser, er det følgelig en forutsetning at prospektet inneholder objektiv informasjon, som gir et godt grunnlag for investeringsbeslutningene.

Behandlingen tar for seg innholdet i og rettsvirkninger av et prospekt. Som et utgangspunkt må imidlertid tilsvarende legges til grunn ved utgivelse av annen offentlig informasjon til tegnerne, f. eks et informasjonsmemorandum eller en tegningsinnbydelse. Enkelte detaljregler vedrørende utarbeidelse av og innholdet i

⁶⁸ Se også forskrift gitt i medhold av denne bestemmelsen av 1997-11-07 nr. 1151.

prospekt, vil imidlertid kunne medføre at enkelte rettsvirkningene av et informasjonsmemorandum eller en tegningsinnbydelse ikke blir det samme.⁶⁹

2.2.2 Krav om utarbeidelse av prospekt ved offentlige tilbud

Krav om utarbeidelse av prospekt ved offentlige tilbud, er regulert i vphl. kap 5, supplert av børsforkriften del V. Utgangspunktet er at det ved annenhåndssalg, som ikke inneholder en IPO, ikke er prospektplikt.⁷⁰ Dette følger forutsetningsvis av vphl § 5-1, som gjelder første gangs tilbud om aksjer, og dessuten av børsforkriften kap 16, 17 18, 19, 19a, 19b, 19c, 20 og 21, som angir hvilke type transaksjoner med finansielle instrumenter som krever et prospekt. Annenhåndssalg er ikke regulert. Det følger også klart av forarbeidene, at prospektkravene gjelder første gangs tilbud av finansielle instrumenter.⁷¹ Det samme er lagt til grunn i EU/EØS, jfr Rådskdirektiv 89/298 art. 1.

Bakgrunnen for at det ikke anses nødvendig med prospekt ved omsetning i sekundærmarkedet, er at hensynet til investorer ved eventuelle senere offentlige tilbud om de samme verdipapirene, kan anses tilstrekkelig ivaretatt ved den informasjon som ble gitt ved det første tilbudet.⁷² Skal det imidlertid foretas et kombinert annenhåndssalg og IPO, eller bare en IPO, er det krav om prospekt, jfr børsforskriften kap 16 og Rådskdirektiv 80/390. En IPO vil nettopp være et førstegangs tilbud til allmennheten.

Det er ikke uvanlig å utarbeide et prospekt eller et informasjonsmemorandum i tråd med de formål og innholdskrav et lovpliktig prospektet har, ved salg eller nedsalg av store aksjeposter i sekundærmarkedet, og som ikke er en IPO.⁷³ At det bør utarbeides et prospekt også ved slike salg, kan utledes av kravet om at god forretningsskikk skal

⁶⁹ F.eks vil innholdskravene i prospekt gitt i lov og forskrift, der de brukes som mal ved utarbeidelse av prospekt, tilsi at prospektet blir mer omfattende på opplysningssiden enn et informasjonsmemorandum eller en tegningsinnbydelse.

⁷⁰ Jeg ser bort fra annenhåndssalg av ikke-børsnoterte verdipapirer, jfr vphl § 5-1 (1) 2. punktum, da unoterte aksjer faller utenfor oppgaven, og dessuten videresalg av aksjer 3 måneder etter utstedelsen, jfr vphl § 5-1 (3).

⁷¹ Jfr NOU 1996:2 s. 14.

⁷² Jfr NOU 1996:2 s. 145.

⁷³ Jfr intervju med adm. dir Jan W. Hopland i Statens Bankinvesteringsfond.

iakttas ved henvendelser til allmennheten, jfr vphl § 2-5 (2).⁷⁴ For det første vil et prospekt fungere som en markedsføring av aksjene. I tillegg forventer/krever ofte profesjonelle investorer at det foreligger en ajourført presentasjon av aksjene. Prospektet vil gi alle eventuelle investorer lik informasjon om aksjene, og skal ideelt sett gi en saklig og objektiv vurdering av aksjene og utstederselskapet, som vil legge grunnlaget for en investors investeringsbeslutning.

Det bør utvises forsiktighet med å markedsføre opplysninger om utstederselskapets optimistiske fremtidsutsikter i prospektet.⁷⁵ På den annen side kan slike opplysninger være viktig informasjon, fordi det kan si noe om avkastningsmulighetene. Opplysningene er også til dels av skjønnsmessig karakter, slik at markedet ofte selv kan vurdere innholdet. Det kan f. eks opplyses om at utstederselskapet vurderer utvidelse av virksomheten på internasjonalt plan, eller er åpen for å inngå fusjonsforhandlinger dersom andre selskaper viser interesse. Selger kan derfor ikke være avskåret fra å gi slik informasjon. Det må imidlertid kreves at selger sitter med mer eller mindre konkret informasjon, som gir grunnlag for opplysningene, i motsetning til rene spekulasjoner.

Dersom det utarbeides et prospekt, kan reglene for utarbeidelse av prospekt i lover og forskrifter, særlig innholdsreglene, gi god veiledning. Etter børsforskriften 14-4, *skal* børsen kontrollere og godkjenne prospekt der det er prospektplikt. Prospekt i sekundærmarkedet, hvor det ikke er prospektplikt, *kan* sendes til børsen for godkjenning, jfr vphl. § 5-7 (6). Av bestemmelsens ordlyd "*kan*", utledes at slik godkjenning ikke er nødvendig. Slik godkjenning vil være aktuelt i to situasjoner. For det første der selger ønsker børsens "kvalitetsstempel", og for det andre der offentlig tilbud fremsettes i andre EØS-stater.⁷⁶ I sistnevnte tilfelle vil prospektet kunne benyttes i EØS-statene uten nærmere kontroll, dog med unntak for oversettelser og markedsspesifikke forhold, jfr Rådskonklusjon 89/298 art. 21. Dersom børsen skal

⁷⁴ Jfr Bergo (1998) s. 382. Uttalelsen her er myntet på rettede emisjoner i ikke-børsnoterte selskaper for meget betydelige beløp hvor det ikke er prospektplikt, men prinsippet må være det samme ved salg i annenhåndsmarkedet som behandles her.

⁷⁵ Jfr Rønning og Hammerich, artikkel i Tff nr.1 /1998 s. 128.

⁷⁶ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 477-478.

godkjenne et slikt prospekt, betyr det at innholdskravene i lov⁷⁷ og forskrift⁷⁸ nødvendigvis vil fungerer som mal for utarbeidelsen av prospektet.

Ettersom det ikke er en plikt til å utarbeide prospekt, er det heller ikke en plikt til å fastsette vilkårene for tildeling i prospektet, slik det er ved prospektplikt, jfr vphl § 5-5. Av dette kan man utlede at selv om det opprettes et prospekt, og selv om selger har bestemt at det skal foreligge vilkår for rett til tildeling, så må han ikke anføre disse i prospektet. Selger har altså full frihet til å utarbeide et prospekt for deretter å tildele etter eget skjønn, gjerne i samråd med og/eller etter innstilling fra tilrettelegger. I mine samtaler med enkelte av intervjuobjektene, er det hevdet at det er bransjeskikk, å enten angi særlige vilkår for tildeling som skal anvendes, eller å skrive at tildelingen foretas etter selgers skjønn.⁷⁹

Hvilke tildelingsvilkår som skal fastsettes, fremgår verken av loven eller forskrifter. CESR har gjennom standarden "Stabilisation and Allotment - A european supervisory approach"⁸⁰ chapter IV, anbefalt hvilke tildelingsvilkår som bør fastsettes i et prospekt. Disse vil kunne gi veiledning om hva som anses for å være god bransjeskikk ved utarbeidelsen av et prospekt i de europeiske medlemslandene. I prospektet bør blant annet inndelingen i transjer angis, hvilke tildelingsmetoder som skal anvendes, om eventuelle tegninger vil bli preferert og på hvilket grunnlag, samt dato for når ordreboken lukkes.

2.2.3 Krav til opplysningene gitt i prospekt

Dersom det utarbeides et prospekt, blir spørsmålet om det stilles eventuelle krav til opplysningene gitt i prospektet.

Lov om kjøp av 13. mai nr. 27 1988 (kjl.) og lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002

⁷⁷ jfr vphl. § 5-5.

⁷⁸ jfr børsforskriften §§ 15-1 og 15-2 og forskrift 1997-11-07 nr. 1151 § 3.

⁷⁹ Jfr uttalelser fra rådgiver Jon Gunnar Pedersen, adm.dir Jan W. Hopland i Statens

Bankinvesteringsfond, og advokat Kim Dobrowen i Thommesen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma.

⁸⁰ CESR/02-020b.

nr. 34 (forbkjl.) kommer i prinsippet til anvendelse ved kjøp av aksjer. Kjl. § 80 og forbkjl. § 12 (1) sier at kjøp av aksjer omfatter utbytte som ikke er forfalt før kjøpet. Enkelte regler i lovene omfatter alle salgsgjenstander som omfattes av loven, f. eks mangelsbestemmelsene i kjl. kap IV og forbkjl. kap 4. Bestemmelsene er imidlertid utarbeidet med sikte på kjøp og salg av løsøre-gjenstander, men anvendelsen av reglene kan i en viss utstrekning også anvendes på verdipapirhandel.

Kjl § 18 og forbkjl. § 16 angir betydningen av opplysningenes riktighet i forbindelse med blant annet markedsføring, og kan således anvendes på opplysninger gitt i et prospekt. Prospektet vil som tidligere nevnt fungere som en del av markedsføringen av aksjene. Etter kjl. § 18 (1) og forbkjl. § 16 (2) har selgeren et mangelsansvar dersom salgstingen ikke svarer til opplysninger selgeren eller noen på vegne av selger (f. eks tilrettelegger) gir under markedsføringen, og som kan ha virket inn på kjøpet. I "*svarer til*" ligger både at opplysningene skal være fyllestgjørende og at de skal være riktige. Reglene innebærer at dersom opplysningene i prospektet er uriktige og dette har hatt en innvirkning på investorens investeringsbeslutning, kan investoren etter kjl. § 30 og forbkjl. § 26, f.eks heve kjøpet av aksjene eller kreve erstatning.

Bestemmelsene i kjøpsloven og forbrukerkjøpsloven om opplysningenes innhold, kan sees i sammenheng med plikten til å gi opplysninger i tillegg til prospekt, dersom det oppstår vesentlige omstendigheter eller det oppdages vesentlige unøyaktigheter i det utarbeidede prospekt, jfr børsforskriften § 14-6. Regelen gjelder imidlertid bare ved IPO. Regelen i vphl. § 5-13 om ugyldighet, gir anvisning på at en tegning kan kjennes ugyldig av børsen, dersom prospektet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, som har betydning for investeringsbeslutningen. Vphl. § 5-13 (1) viser til prospekter som nevnt i vphl. § 5-7, dvs de som er kontrollert av børsen. Dette betyr at bestemmelsen vil komme til anvendelse på ikke-prospektpliktige annenhåndssalg, dersom det er utarbeidet prospekt, og børsen har kontrollert dette. Vphl. § 5-13 inneholder imidlertid ikke et krav om at det skal utarbeides tillegg til prospekt. Bestemmelsen må således sees i sammenheng med kjl. § 18 (3) og forbkjl. § 16 (1) litra c, som sier at mangelsbestemmelsene ikke kommer til anvendelse dersom opplysningene er rettet på en tydelig måte. Dersom opplysningene ikke blir gjort kjent for investorene, vil opplysningene i prospektet være mangelfulle, og tegningene vil således kunne kjennes ugyldig etter bestemmelsen i vphl. § 5-13.

Bestemmelsene i vphl. § 5-10 og børsforskriften § 14-2 angir styrets ansvar for opplysninger gitt i prospekt. Regelene er nokså likelydene. De kommer imidlertid bare til anvendelse overfor styret i utstederselskapet, jfr ordlyden i vphl. § 5-10 som sier "*tilbud som fremsettes av selskap...*". Etter bestemmelsene har styret et ansvar for at prospektet fyller de krav som er fastsatt, og at prospektet ikke inneholder villedende eller uriktige opplysninger. I "*ansvar*" ligger således en plikt til å påse at innholdskravene i vphl. § 5-5 er oppfylt, og et erstatningsansvar dersom opplysningene er mangelfulle i henhold til vphl. § 5-5, eller er villedende eller uriktige. Ut fra kjøpslovens og forbrukerkjøpslovens mangelsbestemmelser, og etter en analogi fra vphl. § 5-10 og børsforskriften § 14-2, må det være forsvarlig å slutte at selger/selgers styre må ha et ansvar for uriktige opplysninger gitt i frivillig utarbeidede prospekter.

Et straffeansvar for opplysningenes riktighet, følger av vphl. § 2-6, jfr vphl. § 14-3 (1), om kursmanipulasjon. Etter denne bestemmelsen må ingen søke å uredelig påvirke kursen på et *børsnotert* finansielt instrument ved å spre uriktige eller villedende opplysninger, for å få noen til å tegne seg. Ved en IPO, følger et tilsvarende straffeansvar av strl. §§ 273 og 274.

Konklusjonen er at opplysningene må være riktige og ikke bære preg av å være villedende, slik at selger eller tilrettelegger ikke pådrar seg et erstatningsansvar, straffansvar, eller at tegningen kan kjennes ugyldig.

2.2.4 Enkelte øvrige rettsvirkninger av prospektet

Under punkt 2.2.3 er det nevnt flere rettsvirkninger som følge av brudd på krav til opplysningenes innhold i prospekt. I dette punktet vil jeg redegjøre for andre eventuelle rettsvirkninger som kan inntre, men da i forbindelse med prospektet som helhet.

Et prospekt vil først og fremst kunne hindre senere erstatningskrav fra investorer, som hevder de har fått villedende eller ufullstendig informasjon vedrørende utstederselskapet eller aksjen under markedsføringen, ved at prospektet skaper notoritet om opplysningene. Selger vil således kunne vise til prospektet og de opplysningene som er gitt her, og hevde at det er disse som må legges til grunn for investorenes investeringsbeslutningen.

Dersom det settes vilkår for tildeling i et prospekt, vil prospektet videre fungere som en kontrakt.⁸¹ Selger gir allmennheten et tilbud om kjøp, og allmennheten velger da om de vil akseptere tilbudet. Det er imidlertid omdiskutert om man skal kalle en slik henvendelse til allmennheten et tilbud, eller om prospektet er en oppfordring til allmennheten om å komme med et tilbud.⁸² Etter min mening er det mest naturlig å kalle henvendelsen et tilbud. I vphl. § 5-13 brukes terminologien "*aksept av tilbud som nevnt i § 5-1*". Vphl. § 5-1 gjelder prospektplikt ved "*tilbud om tegning*". Ved overtegning snakker man om at etterspørselen er større enn tilbudet. Tilbud er også betegnelsen som ofte brukes i prospekt.⁸³

Etter lov om avslutning av avtaler, om fulmakt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.) § 7, er et tilbud bindende for avgiver fra det øyeblikk det er kommet til adressatens kunnskap. Dette betyr imidlertid ikke at selger ikke kan gi et tilbud med forbehold, slik at en aksept kan avkortes eller strykes ved en eventuell overtegning. Med at tilbudet er bindende, mener jeg at de opplysningene som er gitt i prospektet binder tilbyder, f. eks dersom det er angitt pris eller det er fastsatt tildelingsvilkår. Brudd på tildelingsvilkår satt i prospekt kan derfor likestilles med kontraktsbrudd.

På lik linje med andre kontraktsvilkår, må imidlertid tildelingsvilkår satt i prospektet kunne tolkes og utfylles, og det gjelder særlig vilkår som bærer preg av å gi selgeren et skjønnsmessig spillerom.⁸⁴ Dette må tegnerne ofte forvente ut fra informasjon om selgerens behov og preferanser. Selgeren har f. eks en interesse av en viss aksjonærsammensetning ved nedsalg. Generelle uttalelser om tolkning og utfylling av tildelingsvilkår, er gitt i en avgjørelse fra Etisk Råd om tildeling ved videresalg av aksjer i Oslo Børs Holding ASA.⁸⁵

Saken gjaldt omorganisering av Oslo Børs fra stiftelse til allmennaksjeselskap, hvorefter aksjene ble solgt gjennom et offentlig tilbud til ansatte og institusjoner.

⁸¹ Jfr avgjørelser av Etisk Råd i sak nr. 2000/30 s. 12, sak nr. 2001/7 s. 20.

⁸² Se om dette i artikkel av Aarbakke i TfR 1989 s. 334.

⁸³ Se f. eks prospekt fra Oslo Børs ASA - aksjesalg 2001 av 03.05.01 punkt 2.1, og prospekt fra Statens Bankinvesteringsfond vedrørende salg av aksjer i Kreditkassen av 17.11.95 s. 7.

⁸⁴ Jfr avgjørelse av Etisk råd i sak nr. 2001/7 s. 21.

⁸⁵ Jfr sak nr. 2001/7.

Aksjesalget ble betydelig overtegnet. To institusjonelle investorer rettet klage til Etisk Råd mot Orkla Enskilda Securities ASA, som var tilrettelegger. De mente at den lave tildelingen de fikk, henholdsvis 9% og 9,5% av det tegnede beløp, var rettstridig, fordi den grupperingen av investorene som ble foretatt, ikke var i henhold til de tildelingsvilkår som var angitt i prospektet

I prospektet⁸⁶, ble det i punkt 2.8 blant annet bestemt at tildelingen skulle skje på en måte som søkte *"å unngå at en enkelt brukergruppe, dvs børsmedlemmer eller utstedere, oppnår negativ kontroll i Selskapet"* og videre at styret i Oslo Børs forbeholdt seg retten til å stryke enhver bestilling ved overtegning. Tildelingen skulle skje på slik måte at det ga Oslo Børs *"en balansert eierstruktur med bred representasjon av ulike kunder og samarbeidspartnere så vel som aktive finansielle investorer"*. Det ville videre *"kunne bli lagt vekt på forhold som tidlig etterspørsel, prisagressivitet, størrelse på bestilling og investorhistorikk i tråd med den praksis som er vanlig i institusjonelle plasseringer"*.

Under tildelingsprosessen ble tegnere plassert i forskjellige tiere, for å nå målet med en balansert eierstruktur. Størrelsen på tildelingen ble så bestemt ut fra hvilken transje og tier tegneren ble plassert i. Inndeling i tiere fremgikk ikke av prospektet, men en slik senere kategorisering ble ikke ansett for å være i strid med tildelingsvilkårene satt i prospektet. Etisk Råd hevdet at inndelingen måtte betegnes som en utfylling og tolkning av vilkårene, men at det måtte trekkes grenser for hva som kan regnes som "en balansert eierstruktur". Ettersom vurderingsgrunnlaget for Oslo Børs i samarbeid med tilrettelegger, var hva som var det beste for Oslo Børs, skulle det imidlertid mye til for at denne vurderingen kunne overprøves.

Tolkning av tildelingsvilkår ble også drøftet av Etisk Råd i forbindelse med emisjonen i Telenor ASA.⁸⁷ Saken omhandlet en rekke forhold begått av tilretteleggeren DnB Markets under salgs- og tildelingsprosessen. Her skal jeg imidlertid bare behandle den delen av avgjørelsen som var knyttet opp mot tildelingsvilkårene.

Av prospektet som ble utarbeidet i forbindelse med emisjonen, fremgikk det på en side at *"tilbudet til allmennheten omfatter alle bestillinger på inntil 9 millioner kroner"*. På en annen side fremgikk det at *"alle bestillinger på over 9 millioner kroner skal omfattes av den institusjonelle plasseringen"*. Under tegningsperioden oppstod det uklarheter i syndikatet, i forbindelse med tolkningen av utsagnene. Et av foretakene, Sundal Collier & Co, mente utsagnene måtte bety at 9 millioner kroner var en øvrig grense for retail-transjen, men at utsagnene ikke var ment å skulle bety en nedre grense for den institusjonelle transjen. Tolkningen medførte at det ble innlevert en samleordre fra Sundal Collier på vegne av institusjonelle investorer som hadde tegnet seg for mindre enn 9 millioner kroner, slik at samleordren oversteget minstebeløpgrensen for transjen. At ordren var en samleordre av forskjellige

⁸⁶ Prospekt fra Oslo Børs ASA - aksjesalg 2001 av 03.05.01.

⁸⁷ Jfr sak nr. 2000/30.

investorer, ble meddelt tilretteleggeren, DnB Markets, som la til grunn at Sundal Colliers tolkning av prospektet var feil. Dette ble meddelt selger, dvs staten ved Telenor, som allikevel godkjente ordren.

På slutten av tegningsperioden ble fristen for å innlevere tegninger utsatt i den institusjonelle transjen. Sundal Colliers tolkningen av prospektet medførte da at investorene ble ulikt behandlet, ved at noen av investorene, de institusjonelle, fikk bedre tid og anledning til å innlevere tegninger enn retail-investorene. I tillegg ble investorene i den institusjonelle transjen forskjellsbehandlet, ettersom det ble godkjent tegninger fra enkelte institusjonelle under 9 millioner. Disse investorene skulle ifølge Etisk Råd, i tråd med DnB Markets tolkning, vært plassert og tildelt aksjer etter retail-transjen, slik at samtlige tegninger under 9 millioner ble behandlet likt. Etisk Råd la videre til grunn at prospektet ga investorene en garanti for at de ville bli behandlet som prospektet tilsa, dvs at alle investorer som tegnet seg for under 9 millioner kroner, ville bli vurdert i samme kategori. Den tolkning som Sundal Collier la til grunn var uholdbar, da det ikke fantes andre kriterier for å skille mellom transjene. 9 millioner kroner måtte derfor være skjæringspunktet. Etisk Råd la til grunn at prospektet var å anse som en kontrakt som skapte rettsplikter. Inndelingen av investorene i transjene og fristutsettelsen måtte derfor anses som et kontraktsbrudd.

Etisk Råd hevdet at det tolkningsresultat som var lagt til grunn, skapte uklarheter, som kunne bli oppfattet som en mulighet for selger til å gi potensielle tegnere ulike vilkår, og åpnet for usaklig forskjellsbehandling av tegnere. Etisk Råd la til grunn at ved tolkningsuklarhet, må det sikreste tolkningsalternativet velges, slik at man unngår mistanker om forskjellsbehandling av investorer.

Problemet i saken var imidlertid at Sundal Collier ikke kunne lastes for sin tolkning og at Etisk Råd ikke hadde kompetanse til å iverksette sanksjoner i forhold til staten. Etisk Råd konkluderte imidlertid med at et ansvar kunne rettes mot DnB Markets for at de ikke eksplisitt hadde frarådet selger å godkjenne samleordren, og at dette var i strid med god forretningsskikk i vphl. § 9-2 og de Etiske normene § 1-1.⁸⁸

Ettersom prospektet anses som et kontraktsdokument, fremgår det av avgjørelsene at Etisk Råd har anvendt forskjellige tolkningsregler og tolkningsmomenter, som vi finner igjen i kontraktsretten.⁸⁹ For det første tolker de prospektet mot selger/tilrettelegger som er ansvarlig for uklarheten ("uklarhetsregelen") og videre pålegger de selger/tilrettelegger å velge det tolkningsalternativet som gir et rimelig og rettferdig resultat, dvs som sikrer lik behandling av kundene.

⁸⁸ Se mer om saken under punkt 2.4.3.4.1, herunder ileggelse av sanksjon.

⁸⁹ Se om tolkningsregler og tolkningsmomenter i Hov (1998) kap. 6.

Tolkning og utfylling av tildelingsvilkår må anvendes med en viss forsiktighet. Slik jeg forstår avgjørelsene, er tolkningsadgangen imidlertid friere når det foreligger skjønnsmessige vilkår, slik at selger til en viss grad kan fastsette det nærmere innholdet i vilkårene ut fra f. eks behovet for en viss aksjonærsammensetning.

Konklusjonen er at prospektet skaper rettsvirkninger i form av at det pålegger selger og tilrettelegger plikter overfor tegnerne under tildelingsprosessen. Videre gir prospektet selger og tilrettelegger en beskyttelse overfor eventuelle tegneres erstatningskrav, i forbindelse med hvilke opplysninger om aksjen og utstederselskapet som må legges til grunn ved investeringsbeslutningene.

2.2.5 Ansvarsubjektet under salgs- og tildelingsprosessen

Det er vanlig at det i forkant av et salg avtales en ansvarsfordeling, enten tilretteleggerens ansvar i forhold til de andre medlemmene av syndikatets ansvar, tilretteleggerens ansvar seg imellom, eller tilretteleggerens ansvar i forhold til selgers ansvar. Med "ansvar", mener jeg her ansvaret overfor tegnerne, i forbindelse med hvem som er ansvarlig for prospektets opplysninger, hvem som skal utarbeide innstilling om tildeling, hvem som skal forestå tildelingen osv.

En ansvarsfordeling reiser to spørsmål. For det første om en ansvarsfordeling må være kjent i markedet, og for det andre hvilken betydning en ansvarsfordeling eventuelt har i forbindelse med de plikter som pålegges selger og tilrettelegger under salgs- og tildelingsprosessen.

I Etisk Rådsavgjørelse vedrørende emisjonen i Fred Olsen Energy,⁹⁰ ble det gitt visse generelle uttalelser i forbindelse med tilretteleggeres ansvar i emisjoner. Uttalelsene må imidlertid kunne anvendes også ved angivelsen av tilretteleggers ansvar ved salg i sekundærmarkedet.

Saken gjaldt en emisjon og et videresalg av aksjer fra aksjonærer i Fred Olsen Energy. Salget hadde ett tilbud rettet mot det norske markedet, ett tilbud rettet mot det amerikanske markedet, og ett tilbud rettet mot resten av det internasjonale markedet. Annenhåndssalget var bare rettet mot det norske markedet. Salget og emisjonen ble sterkt overtegnet.

⁹⁰ Jfr sak nr. 1997/26.

Av prospektet fremkom det at verdipapirforetakene Goldman Sachs International og Fearnley Fonds skulle fungere som "joint global coordinators", dvs hovedtilretteleggere. I tillegg var det to andre verdipapirforetak, som fungerte som medtilretteleggere. På bakgrunn av informasjon i media om at det skulle ha skjedd en forfordeling ved tildelingen, slik at tegnere som hadde tegnet seg hos hovedtilretteleggerne, angivelig hadde blitt preferert på bekostning av tegnere som hadde tegnet seg hos andre verdipapirforetak i syndikatet, besluttet Etisk Råd å ta opp saken av eget initiativ. Her er det forfordelingen av Goldman Sachs kunder som det blir redegjort for.⁹¹

Etisk Råd la til grunn at det er et sentralt element i oppdrag som hovedtilrettelegger, å rådgi selskapet om hvem som bør tildeles aksjer og i hvilket omfang slike tildelinger bør skje. Ut fra en intern arbeidsfordeling mellom hovedtilretteleggerne, skulle Goldman Sachs ha det fulle og hele ansvar for innstilling om tildeling til emittenten vedrørende det internasjonale og det amerikanske tilbudet i emisjonen. Selv om forfordeling angivelig skulle ha skjedd i de tilbudene Goldman Sachs hadde ansvaret for, ble avgjørelsen rettet mot Fearnley Fonds.

Etisk Råd uttalte at en intern arbeidsfordeling, med ansvarsfraskrivelse fra Fearnley Fonds' side, ikke kunne godtas. Det avgjørende måtte være hva som fremkom utad overfor tegnere og markedet gjennom prospektet. I og med at Fearnley Fonds i prospektet var betegnet som hovedtilrettelegger, la dette opp til visse kontraktsrettslige føringer, som skulle beskytte tegnerne. Etisk Råd påpekte at å godta noe annet ville være å pulverisere den enkeltes (tilretteleggerne) ansvar etter lovgivningen og de Etske normene. Det vil f.eks være tilfeldig hvem av tilretteleggerne en investor velger å reise en klage overfor ved eventuelle misligheter i tildelingen. Investorene skal derfor ikke tape den rettsikkerhet som ligger i reglene om ansvaret for at tildelingen går riktig for seg, ved at de retter klage mot feil foretak. En ansvarsfordeling må derfor gå klart frem av prospektet.

Etisk Råd konkluderte med at Fearnley Fonds kunne holdes ansvarlig, på lik linje med Goldman Sachs, overfor tegnerne i den internasjonale og den amerikanske transjen, på grunn av feil i tildelingsprosessen.

Kredittilsynet kom også med bemerkninger til ansvarsfordelingen ved sin behandling av saken.⁹²

Kredittilsynet fremhevet at det ikke foreligger et forbud mot en slik arbeidsfordeling, men at en skjult intern arbeidsdeling reduserte Fearnley Fonds ansvar overfor investorene og markedet. Fearnley Fonds hadde således en selvstendig plikt til å gjennomgå innstillingen om tildeling med sikte på kontroll med at tildelingen var i samsvar med kravene om god forretningsskikk i vphl. § 5-2 (någjeldende § 9-2). Denne plikten strakk seg neppe særlig langt

⁹¹ Se mer om forfordelingen i emisjonen, herunder ileggelse av sanksjon under punkt 2.4.3.4.1.

⁹² Jfr vedtak av 23.11.98.

dersom innstillingen syntes balansert, men hvis særlige forhold tilsier det, burde det foretas ytterligere undersøkelser. Kredittilsynet hevdet at det her forelå særlige forhold, som tilsa en nærmere kontroll, fordi Goldman Sachs ved sine kunder ved innstillingen ville bli, og ble, tildelt 86,3% av den samlede tildelingen, selv om kundene deres bare stod for 60% av tegningene i transjen.⁹³

Selv om det ikke sies direkte, så forstår jeg Kredittilsynets vedtaket slik, at dersom ansvarsfordelingen hadde vært kjent i markedet, så ville Fearnley Fonds ikke hatt en plikt til å kontrollere Goldman Sachs' innstilling om tildeling.

Konklusjonen er at eventuelle ansvarsfordelinger, som reduserer ansvaret til en av de som overfor markedet fremstår som ansvarlig, må offentliggjøres på en slik måte at tegnerne blir kjent med ansvarsfraskrivelsen.

Dersom det opprettes et prospekt, kan verdipapirforetakene i syndikatet fraskrive seg ansvaret i tildelingsprosessen, ved at det klart fremkommer at det f. eks er tilrettelegger i samarbeid med selgers styre, som skal ha dette ansvaret. Verdipapirforetakene kan imidlertid ikke fraskrive seg ethvert ansvar, men må fortsatt opptre i overensstemmelse med f. eks reglene om god forretningsskikk i vphl § 9-2, i forhold til kunder som tegner seg i de respektive foretakene.⁹⁴

Når det gjelder selgers og tilretteleggers ansvar ved tildelingsprosessen, må det tas utgangspunkt i hvem som skal foreta den reelle tildelingen. Hovedregelen er at myndigheten til å tildele aksjer ligger under selgers enekompetanse, men at denne kompetansen kan delegeres til tilrettelegger.

Utgangspunktet er at selger kan tildele til hvem han vil, med mindre det er lagt føringer på tildelingsprosessen i prospektet eller i annen offentlig informasjon. Etter vphl. § 2-5, skal det ikke benyttes urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.⁹⁵ Det foreligger imidlertid ingen rettsavgjørelser, vedtak eller uttalelser fra tilsynsorganer, eller avgjørelser eller uttalelser fra andre organisasjoner, som sier at

⁹³ Se mer om Etisk Råds og Kredittilsynets behandlingen av saken, herunder sanksjonene i punkt 2.4.3.4.1

⁹⁴ Se f. eks regler om opplysningsplikt under 2.4.3.5.3.

⁹⁵ Bestemmelsen behandles under punkt 2.3.

dette forbudet begrenser selgers frie skjønn i tildelingsprosessen. Det må derfor legges til grunn at selger kan forskjellsbehandle investorer ved tildelingen, dersom dette er ønskelig.

Tilretteleggers plikter og ansvar viser seg først i relasjon til eventuelle innstillinger om tildeling som gis til selger, hvor innstillingen styres av kravet om god forretningsskikk i vphl. §§ 9-2, 9-3 og 2a-3 (4).⁹⁶ En slik ansvarsfordeling innebærer at dersom tilrettelegger har overholdt lovgivningen ved sin innstilling, men selger gjør forandringer i innstillingen ved tildelingen, slik at resultatet blir at investorene forskjellsbehandles, så er tilrettelegger ansvarsfri. Har selger derimot overlatt tildelingen til tilrettelegger, kan ikke tildelingen foretas etter tilretteleggers eget skjønn. Her, som ved en innstilling, må kravene om god forretningsskikk overholdes.

En ansvarsfordeling i forbindelse med tildelingen av aksjer, vil derfor kunne gi forskjellige tildelingsresultat, alt ettersom det er selger eller tilrettelegger som skal forestå tildelingen.

2.3 Forbudet mot urimelige forretningsmetoder

2.3.1 Innledning

En av adferdsreglene som må følges under salgsprosessen, er forbudet mot urimelige forretningsmetoder, nedfelt i vphl. § 2-5. Bestemmelsen er en såkalt rettslig standard. En rettslig standard kjennetegnes ved at dens innhold er i stadig utvikling og at den tilpasses endringer i de omgivelser den skal anvendes i. Hva som var urimelige forretningsmetoder i fjor, behøver således ikke være det i dag. Det må derfor utvises forsiktighet med å legge tidligere praksis til grunn for vurderingen av innholdet i standarden. Det er tidspunktet for en handling som dekkes av en rettslig standard, som må legges til grunn ved vurderingen om standarden er overtrådt.⁹⁷ Etterfølgende skjerping av forbudet, kan således ikke anvendes på forholdet.

⁹⁶ Bestemmelsene behandles under punktene 2.4, 2.5 og 2.6.

⁹⁷ Jfr Rønning/Hammerich, artikkel i Tff nr. 1/1998 s. 122.

Lovgivers anvendelse av rettslige standarder, i motsetning til mer presise bestemmelser, kan være et signal om at lovgiver anser domstoler og forvaltningsorganer, som best egnet til å klarlegge bestemmelsens nærmere innhold.⁹⁸ Også bransjepraksis har betydning for utfylling av standarden. I forarbeidene til den gamle verdipapirhandelloven, ble det fremhevet at den praktiske betydningen av slike rettslige standarder, består i å gi et godt grunnlag for etterkontroll fra de offentlige myndigheters side.⁹⁹ En ulempe med slike standarder, er imidlertid at forutberegneligheten til markedsaktørene svekkes, ved at grensene for hva som anses for å være urimelige forretningsmetoder ikke er klar.

Bestemmelsen skal beskytte medkontrahenter, dvs tegnerne av aksjene.

Det ble i forarbeidene fremhevet, at ved vurderingen av hva som anses som urimelige forretningsmetoder, må det tas utgangspunkt i hva som er vanlige forretningsmetoder.¹⁰⁰ Utbredte forretningsmetoder kan imidlertid være urimelige. Tilsynsmyndighetene og særlig domstolene vil derfor kunne underkjenne en utbredt forretningsmetode dersom den ikke anses som god.¹⁰¹ Et urimelig resultat av verdipapirhandelen er ikke avgjørende for urimelighetsvurderingen.¹⁰² En forretningsmetode kan således anses å være urimelig, selv om ingen har lidd f. eks økonomiske skade eller har følt seg urimelig behandlet, som følge av den metode som er benyttet.

Bestemmelsen kan sees i sammenheng med avtl. § 36. I forarbeidene er det nevnt at kontraktsvilkår og kontraktsteknikker, samt forhold knyttet til den enkeltstående verdipapirhandel, vil kunne anses som forretningsmetoder som omfattes av urimelighetsstandarden i avtaleloven.¹⁰³ Ved et kjøp og salg av aksjer vil det som sagt foreligge nettopp en avtale mellom selger og tegner. Kjøpsavtale kan også foreligge mellom de enkelte verdipapirforetakene i syndikatet og tegneren, dersom foretakene har

⁹⁸ Jfr Eckhoff/Helgesen (1997) s. 63.

⁹⁹ Jfr NOU 1978:42 s. 79-80.

¹⁰⁰ Jfr NOU 1996:2 s. 78

¹⁰¹ Jfr Bergo (2002) s. 119.

¹⁰² Jfr NOU 1996:2 s. 79

¹⁰³ NOU 1996:2 s. 79

på tatt seg et underwriteransvar/ garantiansvar¹⁰⁴. Avtl. § 36 sier at en avtale kan settes til side eller endres dersom det vil virke urimelig eller stride mot god forretningsskikk å gjøre den gjeldende. Ved urimelighetsvurderingen skal det legges vekt på avtalens innhold, partenes stilling og forholdene ved avtalens innhold, men også senere inntrådte forhold og omstendighetene for øvrig. Avtaler om kjøp av aksjer som kjennes ugyldig etter avtalelovens bestemmelser på grunn av urimelighet eller at den strider mot god forretningsskikk¹⁰⁵, svik¹⁰⁶ og lignende¹⁰⁷, vil således også rammes av vphl. § 2-5. Avtalelovens ugyldighetsbestemmelser vil fungere som veiledning ved vurderingen om forbudet mot urimelige forretningsmetoder er overtrådt. Man kan imidlertid ikke anvende ugyldighetsbestemmelsene som vilkår for at vphl. § 2-5 skal anses overtrådt. Det kreves med andre ord ikke at det er begått svik og lignende for at vphl. § 2-5 skal komme til anvendelse.

2.3.2 Bestemmelsens virkeområde

Det fremgår av bestemmelsens ordlyd, at bestemmelsen kommer til anvendelse overfor enhver aktør i verdipapirmarkedet. Dette utledes av at "*Ingen*" må benytte urimelige forretningsmetoder. Bestemmelsen omfatter derfor privatpersoner, profesjonelle investorer, samt juridiske personer som f. eks verdipapirforetakene. Verdipapirforetakene vil imidlertid være særlig regulert av de strengere profesjonskrav som ligger i andre regler i verdipapirhandelloven, jfr f. eks vphl. § 9-2, noe som innebærer at bestemmelsen om urimelige forretningsmetoder ikke har noen selvstendig betydning for disse.

Forbudet i vphl. § 2-5 (1) gjelder all handel med aksjer, jfr bestemmelsens ordlyd, som ikke skiller mellom noterte og unoterte aksjer, og ikke skiller mellom handel foretatt i primær- og sekundærmarkedet.

¹⁰⁴ Dvs en avtale mellom verdipapirforetaket og selger som inngås etter at tegningsperioden er over, og der verdipapirforetakene påtar seg ansvar for å kjøpe og betale aksjene, dvs en oppgjørsrisiko, og slik at aksjene videreselges, med verdipapirforetaket som selger, til slutt kunder, jfr definisjon av Etisk Råd i sak nr 1997/26 s. 5.

¹⁰⁵ Jfr avtl. § 36.

¹⁰⁶ Jfr avtl. § 30.

¹⁰⁷ Jfr f. eks avtl. §§ 31, 32 og 33.

2.3.3 Innholdet i begrepet "urimelige forretningsmetoder"

Spørsmålet blir således hva som skal regnes som urimelige forretningsmetoder i forbindelse med selgers adferd under salgsprosessen.

En problemstilling som har vært mye diskutert de siste årene, er informasjonslekkasjer om ordreboken, som innebærer at enkelte investorer har fått opplysninger fra selger eller syndikat om hvem som har tegnet seg og for hvor mye i en emisjon, et salg osv. Dette kan virke urimelig overfor de investorene som ikke får slik informasjon, og eventuelt ikke kan dra fordeler av opplysningene. Ved stor etterspørsel vil f. eks aksjen være mer verdt i et annenhåndsmarked. Og ved at en tegner vet om den store etterspørselen, vil han kunne tegne seg for et høyere beløp en planlagt, såkalt "taktisk tegning", og vil dermed kunne oppnå en bedre tildeling. Dette viser seg særlig der det foretas en proratarisk tildeling ved overtegning, dvs en forholdsmessig avkortning av alle tegningene.

Kredittilsynet har kommet med bemerkninger til ordrebokinformasjon i brev til Oslo Børs¹⁰⁸ og videre i Rundskriv 17/2002.

Brevet og Rundskrivet, som til en viss grad er likelydende,¹⁰⁹ gjelder primært verdipapirhandelloven og dens uklarhet om det er tillatt å gi potensielle motparter/kunder opplysninger om en ordre, der oppdragsgiveren er meldepliktig for en eventuell handel, såkalte primærinnsidere. I rundskrivet og brevet står det imidlertid at:

"Det som sies om den ovennevnte problemstillingen, kan også ha interesse for meglerens håndtering av annen kurssensitiv informasjon om ordreboken, som for eksempel kjøp/salg av store poster."

Av dette følger at uttalelsen er myntet på meglernes adferd og det er hovedsakelig meglernes adferdsregler etter vphl. §§ 9-2, som behandles i brevet. På den annen side må det kunne trekkes en parallell til urimelighetsstandarden, som gjelder for enhver.

Kredittilsynet uttalte at kundens interesser etter vphl § 9-2, f. eks interessen i å få mest mulig informasjon i forkant av investeringsbeslutningen,¹¹⁰ måtte avveies i forhold til reglene om innsidehandel, og dessuten i lys av formålet i vphl. § 1-1, om å sikre hensynet til en ordnet og effektiv verdipapirhandel. Avgivelse av, og bruk av informasjon om ordreboken før tegningsperioden er over, vil ikke ivareta lovens formål, ettersom investorer som får slike opplysninger kan få en

¹⁰⁸ Av 11.10.02.

¹⁰⁹ Rundskrivet viser til en mer omfattende redegjørelse i brevet til Oslo Børs.

¹¹⁰ Se mer om dette under punkt 2.4.3.5.3.

fordel fremfor investorer som ikke mottar slik informasjon. Ordrebok-lekkasjer var således brudd på de ovennevnte bestemmelser.

De overordnede formål med vphl., jfr § 1-1, skal legges til grunn og vurderes i forhold til alle bestemmelsene i loven. Konklusjonen må derfor bli at dersom en selger gir enkelte investorer informasjon om ordreboken, gir han disse investorene fordeler fremfor andre investorer. Formålet med loven blir dermed ikke ivaretatt, noe som må anses som en urimelig forretningsmetode.¹¹¹

2.4 Kravet om god forretningskikk

2.4.1 Innledning

Kravet om god forretningsskikk er nedfelt i vphl. §§ 2-5 (2), 9-2 og 9-3. Vphl. § 9-3 blir behandlet under punkt 2.5.

Brudd på god børsskikk etter børsforskriften § 22-1, kan være sammenfallende med brudd på god forretningskikk. Da det ikke foreligger noen relevante vedtak eller sirkulære fra Oslo Børs, litteratur, dommer eller andre rettskildefaktorer om brudd på god børsskikk i forbindelse med oppgavens drøftelser, behandler jeg ikke denne regelen.

2.4.2 God forretningsskikk etter vphl. § 2-5

"God forretningsskikk" er et skjønnsmessig begrep og en rettslig standard på lik linje med urimelige forretningsmetoder.

Hensynet bak regelen er å sikre markedets integritet ved å påse at markedsaktørene opptrer på en måte som ikke undergraver tilliten til markedet.¹¹²

Kravet om god forretningsskikk har nær sammenheng med forbudet mot urimelige forretningsmetoder i bestemmelsens første ledd, på den måten at overtredelse av annet ledd, ofte blir ansett å være urimelige forretningsmetoder etter første ledd.¹¹³

¹¹¹ Se nærmere om informasjon om ordreboken som innsideopplysninger under punkt 2.7 nedenfor.

¹¹² Jfr NOU 1996:2 s. 13.

Ordrebokinformasjon som gis til enkelte investorer, vil således også være brudd på god forretningsskikk.

Det skal generelt mye til før det kan reageres overfor selger eller selgers styre for brudd på vphl. § 2-5 (2).¹¹⁴ I mine øyne, kan dette ha en sammenheng med kravet for å illegge straff etter vphl. § 14-3 (2) nr. 6, som krever at overtredelsen må være grov eller at det har vært begått gjentatte overtredelser. Det kan også ha en sammenheng med at sanksjonsmuligheten overfor selger er begrenset, og at bestemmelsen er vag i sin utforming. Bestemmelsen har i følge Kredittilsynet, aldri vært brukt overfor selgere i forbindelse med en salgs- eller tildelingsprosess.

Etter vphl. § 2-5 (2), skal god forretningsskikk iakttas ved alle henvendelser til allmennheten eller til enkeltpersoner, som gjelder handel med finansielle instrumenter. En *henvendelse* omfatter både muntlig og skriftlig informasjon som gis til investorene, i form av f. eks samtaler mellom selger og investorene, eller informasjon gitt i prospekt, informasjonsmemorandum, tegningsinnbydelser og dessuten all senere offentliggjøring av relevant informasjon i forbindelse med salget.

Spørsmålet er hvilke krav det stilles til henvendelsens innhold ut fra kravet om god forretningsskikk

Av bestemmelsen må det for det første kunne utledes at henvendelsenes innhold må være korrekte og ikke være villedende. I villedende ligger at opplysningene er korrekte, men i tillegg at opplysningene ikke er misvisende eller at opplysninger utelates. Et eksempel på villedende opplysning, er hvis selger skryter aksjene opp i skyene. Selger bruker f. eks begreper som "garantert avkastning". Dette kan imidlertid aldri garanteres, da aksjemarkedet er høyst uforutsigbart. Ingen trodde f. eks at aksjesparerne i de norske bankene skulle tape alle pengene sine på begynnelsen av 1990-tallet.

¹¹³ Jfr Beckmann m.fl. (2002) s. 121.

¹¹⁴ Jfr intervju med avdelingsdirektør Eirik Bunæs i Kredittilsynet og intervju med Kim Dobrowen i Thommesen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma

På lik linje med standarden om urimelige forretningsmetoder, spiller alminnelige kontraktsrettslige prinsipp inn ved vurderingen av om kravet til god forretningsskikk er overholdt. Det ulovfestede kravet om lojalitet i kontraktsforhold, vil således supplere regelen om at henvendelser skal være korrekte og ikke være villedende. En avtale om kjøp av aksjer vil også kunne kjennes ugyldig i medhold av f. eks avtl. § 36, på lik linje med handler der det er benyttet urimelige forretningsmetoder, dersom den strider mot god forretningsskikk.

I kravet til god forretningsskikk ligger for det andre at informasjon vedrørende aksjene skal være så fyllestgjørende, sammenlagt med annen offentlig informasjon, f. eks et prospekt, man kan regne med at kjøper besitter, slik at han kan foreta en reell vurdering av om tilbudet bør aksepteres.¹¹⁵ Hvor som nærmere ligger i dette kravet, må antagelig vurderes ut fra hvilken status tegneren har. I så måte, må man kreve at det utøves en større aktsomhet ved avgivelse av informasjon overfor en ikke-profesjonell investor enn overfor en profesjonell. En profesjonell investor vil ofte ha et bedre vurderingsgrunnlag, hva gjelder aksjen, på bakgrunn av erfaringer med aksjemarkedet, enn det en investor som sjelden eller aldri handler med aksjer og kanskje ikke kjenner aksjen fra før av har. En henvendelse til en investor, må også sees i sammenheng med det alminnelige kontraktsrettslige prinsipp om lojalitet i kontraktsforhold. "Lojalitet" i denne sammenheng, innebærer at man skal ta visse hensyn til den annen part i avtaleforholdet, herunder styrkeforholdet mellom partene.¹¹⁶ Prinsippet innebærer således et krav om at profesjonelle selgere må vise større aktsomhet overfor ikke-profesjonelle investorer, enn overfor profesjonelle investorer hvor styrkeforholdet kan være mer i balanse.

Det må derfor legges til grunn at opplysninger gitt av selger, f. eks i samtaler med en ikke-profesjonell investor, må være mer fyllestgjørende, enn opplysninger som gis ved samtaler med profesjonelle investorer. En analogi kan trekkes til bestemmelsen om et verdipapirforetaks opplysningsplikt overfor kunder, jfr vphl. § 9-2 (1) nr. 5, som pålegger verdipapirforetaket og gi kunden nødvendige opplysninger, og hvor det ved

¹¹⁵ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 123.

¹¹⁶ Jfr Hov (1998) s. 39-40.

utførelsen av opplysningsplikten skal tas i betraktning en investors profesjonalitet, jfr vphl. § 9-2 (2).¹¹⁷

At innholdet i opplysningsplikten er forskjellig avhengig av en investors klassifisering, kan ikke ha noen innvirkning på de opplysningene som gis i f. eks prospekt. Prospektet må således kunne utarbeides, eventuelt i medhold av de krav som lov og forskrift oppstiller, uten at det ved opplysningenes utforming tas hensyn til at investorene har forskjellige forutsetninger for å forstå informasjonen. Unntak kan imidlertid tenkes der den informasjonen som fremgår av prospektet er så vanskelig utformet, at den vil kunne fremstå som villedende overfor ikke-profesjonelle investorer.

Standarden må videre sees i sammenheng med lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår av 16. juni 1972 nr. 47 (mfl.) § 2¹¹⁸, som sier at det er forbudt å anvende uriktig eller av annen grunn villedende fremstilling som er egnet til å påvirke etterspørselen etter eller tilbudet av varer, tjenester eller andre ytelser. Ved å gi uriktige positive opplysninger om utstederselskapets regnskap, vil etterspørselen kunne bli større, fordi selskapets angivelige økonomi kan tilsi en bedre avkastning på aksjene, enn det som vil være realiteten. Ved villedende markedsføring vil lojalitetsprinsippet komme til anvendelse, ved at det stilles større krav til markedsføringens innhold rettet mot ikke-profesjonelle. Informasjon gitt i markedsføringen kan fremstå som klar overfor profesjonelle investorer, men fremstå som villedende overfor ikke-profesjonelle.

Mfl. § 2 må videre sees i sammenheng med vphl. § 2-6, som omhandler forbudet mot kursmanipulering. Bestemmelsen forbyr blant annet bruk av villedende og uriktige opplysninger, med det formål å få noen til å avstå fra eller inngå en handel med finansielle instrumenter eller for å påvirke tegningskursen. Et av primærformålene ved salg i sekundærmarkedet, vil nettopp være å oppnå best mulig pris på aksjene. Hvis selger går ut i markedet og forteller at etterspørselen etter aksjene er enorm, noe den ikke er, vil dette kunne påvirke tegningskursen. Tegnerne vil ved stor etterspørsel

¹¹⁷ Se om innholdet av denne opplysningsplikten i forhold til investorens status under punkt 2.4.3.5.3.

¹¹⁸ Loven gjelder kun i næringsvirksomhet og vil derfor ikke komme til anvendelse der selger er en privatperson, jfr NOU1996:2 s. 83.

vurdere aksjen som mer attraktiv, slik at muligheten for å oppnå gevinst i ettermarkedet er større.

Det var mistanke om slik "haussing" under spredningssalget av aksjene i Telenor i 2000. Spørsmålet ble til en viss grad behandlet av Etisk Råd.¹¹⁹

I etterkant av Telenor-plasseringen, ble det i media fremsatt påstander om at syndikatet hadde skapt forventninger om at etterspørselen var god. Mange tegnet seg derfor for flere aksjer enn de egentlig ønsket for å sikre seg en god tildeling. I realiteten var imidlertid etterspørselen så dårlig, at tilrettelegger og Telenor hadde vanskelig for å fylle ordreboken. Saken ble imidlertid ikke forfulgt videre, da ingen av tegnerne ønsket å reise en formell klage.

En tilrettelegger ble ilagt erstatningsansvar som følge av uriktig informasjon om etterspørselen, i en dansk høyesterettsdom inntatt i UfR 2000/2176.

I forbindelse med en aksjeemisjon, hadde en bank gitt opplysninger i en børsmelding om at emisjonen var overtegnet. Over en treårsperiode etter at emisjonen var gjennomført, falt aksjekursen til 0 kr, hvorefter en aksjonær reiste erstatningssak mot banken.

Danske Højesteret kom til at bankens opplysninger om overtegning var "åpenbart uriktig" og at banken bevisst hadde villedet markedet og at dette hadde vesentlige betydning for kursdannelsen. Højesteret la videre til grunn at børsmeldingens formål var å påvirke kursdannelsen og motvirke interessen i å selge aksjen, som kunne blitt konsekvensen av en riktig børsmelding. Hvordan tegnerne i emisjonen ville ha handlet, dersom børsmeldingen var korrekt, var i følge retten usikkert, men denne tvilen skulle ikke komme banken til gode. Banken ble etter dette dømt til å betale aksjonæren erstatning for det tap han hadde blitt påført.

I Norge vil slik kursmanipulasjon, på samme måte som ved uriktige opplysninger oppgitt i prospekt, kunne straffes etter vphl. § 14 -3 og strl. §§ 273 og 274. I tillegg kan brudd på vphl. § 2-5 straffes etter vphl. § 14-3 (2) nr. 6. Det kan også ilegges bøter i medhold av mfl. § 2, jfr mfl. § 17 (2). En konsekvens av henvendelser som ikke oppfyller kravet til god forretningsskikk, kan være at investoren tegner seg og tildeles aksjer, således aksjer som investoren ikke hadde ønsket, dersom henvendelsen hadde vært i henhold til kravet. Et eventuelt erstatningsansvar for selger i forbindelse med henvendelser, må søkes i de ulovfestede erstatningsreglene.

¹¹⁹ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 2000/30. Se mer om saken under punkt 2.4.3.4.2.

Konklusjonen er at ved vurderingen av om god forretningsskikk etter vphl. § 2-5 er overholdt, ved henvendelser rettet til allmennheten eller enkeltpersoner, må innholdet i henvendelsene vurderes ut fra investorens profesjonalitet. Opplysninger gitt i henvendelsene må være korrekte og være så detaljerte at en investor er i stand til å foreta en reell vurdering av tilbudet. Videre må opplysningene ikke være villedende, dvs bære preg av å være ufullstendige, eller at de ved sitt innholdet fremstår på en måte som kan gi opplysningene et annet meningsinnhold enn forutsatt. Også utelatte opplysninger kan være villedende.

Et annet spørsmål, er om det også kan stilles et krav til måten en henvendelse skjer på, ved vurderingen av om henvendelsen tilfredsstiller kravet til god forretningsskikk.

Dersom selger har utvist en særlig påtrengende adferd i forbindelse med salget, kan dette være et brudd på kravet til god forretningsskikk. Aksjemarkedet er et marked hvor man må akseptere en viss "aksjepushing".¹²⁰ Med dette menes at man til en viss grad må akseptere pågående selgere, meglere og rådgivere. Hvor mye man må tåle, må vurderes ut fra investorens status. Er investoren profesjonell, må han tåle mer enn en ikke-profesjonell, som kanskje har lettere for å gi etter for presset. Det samme gjelder utilbørlig press i form av svært korte akseptfrister, såkalte "take-it-or-leave-it"-tilbud, som er vanlig blant profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle investorer må kunne få noe bedre tid på seg til å vurdere henvendelsen på en fullgod måte.

Konklusjonen er at måten en henvendelse skjer på må vurderes ut fra investorens profesjonalitet, slik at det må stilles større krav til aktsomhet overfor ikke-profesjonelle investorer enn overfor profesjonelle investorer. Dersom selger utsetter investoren for utilbørlig press eller ikke gir en ikke-profesjonell investor rimelig tid til å vurdere tilbudet, vil det kunne foreligge et brudd på kravet om god forretningsskikk etter vphl. § 2-5.

¹²⁰ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 124.

2.4.3 God forretningsskikk etter vphl. § 9-2.

2.4.3.1 Innledning

Standarden god forretningsskikk i vphl § 9-2, implementerer og supplerer ISD art. 11. I tillegg vil man finne mange av prinsippene i bestemmelsen i en rekke anbefalinger, f. eks i "A European Regime of Investor Protection - The professional and the counterparty regimes"¹²¹, "A European Regime of Investor Protection - The harmonization of conduct og business rules"¹²², samt i "Objectives and Principles of Securities Regulation"¹²³.

2.4.3.2 Bestemmelsens virkeområde

I følge vphl. § 9-2, skal verdipapirforetakene i syndikatet utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Av ordlyden kan det utledes at "*virksomheten*" må gjelde all virksomhet i foretakene. Dette er også lagt til grunn i forarbeidene.¹²⁴

Kravene til god forretningsskikk gjelder tilsvarende for verdipapirforetakenes ansatte og tillitsvalgte, samt for personer og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetakene, som nevnt i asl. og asal. § 1-3 (2) (konsernbestemmelsene), jfr vphl. § 9-2 (8). Regelen erstatter bestemmelsen om "god meglerskikk" i den gamle verdipapirhandellovens § 18.

Ansatte i verdipapirforetakene vil således ha en selvstendig plikt til å overholde standarden ved siden av foretaket som arbeidsgiver, ved utførelsen av sine arbeidsoppgaver. Kredittilsynet mener at ansattes egenhandel kan rammes av denne regelen,¹²⁵ selv om dette i mine øyne, neppe kan karakteriseres som utførelse av arbeidsoppgaver. Saken ble også behandlet i Etisk Råd.¹²⁶

Ledende ansatte i First Securities ASA satt med betydelige eierposisjoner i selskapet StepStone ASA. Verdipapirforetaket fikk i oppdrag å utarbeide en analyse av selskapet i forbindelse med en offentlig emisjon og børsintroduksjon av selskapet. Det ble verken i analysen eller i prospektet opplyst om de ansattes

¹²¹ CESR/02-098b.

¹²² CESR/01-014d.

¹²³ IOSCO September 1998.

¹²⁴ Jfr NOU 1996:2 s. 43.

¹²⁵ Jfr Vedtak av 14.07.00.

¹²⁶ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 2000/9.

eierandeler, men det ble i analysen inntatt en generell klausul¹²⁷ om at selskapet og/eller ansatte kunne ha eierandeler. Spørsmålet var således om det forelå en plikt for ansatte til å nærmere spesifisere sitt innehav av finansielle instrumenter i selskaper de utarbeider analyser i. Dette ble bekreftet av både Kredittilsynet og Etisk Råd. Brudd på denne plikten ble blant annet rammet av vphl. § 9-2 (1) nr. 5 og nr. 6 og bestemmelsens femte ledd. De ansatte hadde således ikke overholdt kravet til god forretningsskikk ved utførelsen av sine arbeidsoppgaver.

Etisk Råd påpekte i tillegg at den manglende opplysningsplikten også ble rammet av Etske normer §§ 4-2, 4-3 og 4-5, samt Norges Fondsmeglerforbund anbefaling nr. 3/1998 punkt 3.3¹²⁸.

Opplysningsplikten, som del av ansattes arbeidsoppgaver, gjaldt analyser utarbeidet i forbindelse med en emisjon, men må også gjelde ved utarbeidelse av analyser ved tilretteleggeroppdrag i forbindelse med salg i sekundærmarkedet. Dette fremkommer av Etske normer § 4-3 om opplysningsplikt i analyser, som ikke skiller mellom verdipapirforetakenes forskjellige oppdrag.

2.4.3.3 Generelt om bestemmelsens innhold

Normen om god forretningsskikk tillegges betydning i en rekke lover.¹²⁹ Normen stiller alminnelige krav til forsvarlig og hederlig opptreden innen vedkommende yrke. Dette innebærer at den retter seg mot etisk klanderverdige handlinger, hvor grunnlaget for vurderingen er den alminnelige oppfatning i den bransjen det gjelder.¹³⁰ Hva som mer nøyaktig ligger i denne normen, må vurderes ut fra standardens til enhver tids innhold. God forretningsskikk i verdipapirmarkedet, må derfor vurderes ut fra de retningslinjer som er gitt i vphl. § 9-2, og ut fra hva som anses som akseptabel adferd innen meglerbransjen. Lovgiver, domstoler, tilsynsmyndigheter og andre kontrollorgan må fastlegge standardens nærmere innhold.

På samme måte som ved urimelige forretningsmetoder, må man se på hvor utbredt adferden er, men igjen trenger ikke en utbredt adferd være god forretningsskikk. En

¹²⁷ Også kalt "disclaimer".

¹²⁸ Anbefalingen er erstattet av Anbefaling nr. 1/2003. Det nevnte punkt i saken er erstattet av punkt 9.3 i den nye anbefalingen.

¹²⁹ Se f. eks mfl. § 1 og avtl. § 36.

¹³⁰ Jfr NOU 1996:2 s. 82.

utbredt bransjepraksis ble vurdert som brudd på god forretningsskikk i Kredittilsynets vedtak mot First Securities ASA.¹³¹

First Securities hevdet at det var vanlig i bransjen å bruke en generell klausul ved utarbeidelse av analyser, uten at det ble ansett nødvendig å gå spesifikt inn på selskapets eller de ansattes eierandeler.

Kredittilsynet slo fast at en utbredt bransjepraksis ikke var avgjørende, og i dette tilfellet stred bransjepraksisen med kravet til god forretningsskikk.

Den opprinnelige bestemmelsen om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven av 1985 § 18, fikk sitt innhold primært gjennom markedspraksis og gjennom uttalelser fra Kredittilsynet¹³². Kredittilsynet fikk ingen hjemmel til å presisere standarden, men kom allikevel med flere uttalelser som ofte svarte dårlig med bransjeoppfatningen. Som sagt har ikke fortolkninger fra tilsynsmyndighetene stor rettskildemessig vekt, men domstolene kan allikevel komme til å legge betydelig vekt på slike uttalelser, særlig der markedet har innrettet seg etter dem. Den autoriteten Kredittilsynet har i markedet, kan tilsi at markedsaktørene uansett bør legge stor vekt på Kredittilsynets tolkninger og signaler.

God forretningsskikk er en objektiv standard. Med dette menes at det ikke kreves at noen i verdipapirforetaket forstod eller burde ha forstått at man har opptrådt i strid med bestemmelsen. Det subjektive element kommer imidlertid inn ved illeggelse av enkelte sanksjoner knyttet til bestemmelsen. Vphl. §§ 14-2 og 14-3 om vinningsavståelse og straff forutsetter at foretaket eller den ansatte i det minste har utvist uaktsomhet. Et eventuelt erstatningsansvar vil etter alminnelige erstatningsrettslige prinsipper forutsette at foretaket, ved den ansatte, har utvist erstatningsbetingende uaktsomhet. Subjektiv skyld med hensyn til verdipapirforetakets ansatte, ved brudd på vphl. § 9-2, kan imidlertid i utgangspunktet ikke kreves.¹³³ Kredittilsynet har i vedtak av 22.11.00 rettet mot Sundal Collier & Co ASA, uttalt seg om verdipapirforetakets subjektiv skyld.

Saken gjaldt blant annet spørsmålet om vphl § 2a-3 (2) om særlige regler for ansattes egenhandel, var overtrådt. Steen og Strøm ASA inngikk på vegne av konsernsjefen i Storebrand en opsjonskontrakt på Storebrand-aksjer gjennom

¹³¹ Jfr Vedtak 14.07.00.

¹³² Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 676.

¹³³ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 678.

Sundal Collier. Storebrand-konsernet var kunde av Sundal Collier. Vphl. § 2a-3 (2) nedlegger forbud mot at ansatte i foretak benytter samme verdipapirforetak som arbeidsgiverforetaket, dersom verdipapirforetaket regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiverforetaket.

Sundal Collier hadde lagt til grunn at konsernsjefen hadde klarert sitt forhold til egenhandelsbestemmelsene med Storebrand. Kredittilsynet konkluderte med at dette ikke var tilstrekkelig. Sundal Collier måtte være klar over at opsjonshandelen ikke kunne inngås, ut fra verdipapirforetakets nære forbindelse med Storebrand-konsernet. Sundal Collier hadde således ikke utvist tilbørlig aktsomhet, ved at de ikke hadde skaffet en avklaring på om opsjonshandelen kunne inngås.

Kredittilsynet la videre til grunn at Sundal Collier ved sin manglende aktsomhet, hadde bidratt til at norsk lov ble brutt og at dette ikke var i henhold til god forretningsskikk. Det ble ikke ilagt noen sanksjoner.

Konklusjonen må derfor bli, at dersom de ansatte i verdipapirforetaket har utvist all den aktsomhet som må kunne kreves av dem, så strider handlingen ikke mot god forretningsskikk og foretaket kan ikke holdes erstatnings- eller straffansvarlig.

2.4.3.4 Overordnede prinsipper i kravet om god forretningsskikk

2.4.3.4.1 Beskyttelse av markedets integritet og kundenes interesser

Vurderingen av om bestemmelsen om god forretningsskikk er overtrådt, må sees i sammenheng med hovedformålet i verdipapirhandelloven.¹³⁴ Hensynet til markedets integritet i vphl. § 9-2 (1), ble definert av Kredittilsynet i vedtak mot Alfred Berg Norge ASA av 03.04.00.¹³⁵ Kredittilsynet la til grunn at "markedets integritet" betydde tilliten til verdipapirmarkedet og markedets anseelse hos markedsaktørene. Den samme forståelsen kan utledes av forarbeidene.¹³⁶

Ut fra bestemmelsen kan vi i tillegg lese at den bærer preg av å gi kundene beskyttelse, ved at kundenes interesser skal ivaretas. Disse prinsippene finner vi igjen i Etiske normer, blant annet § 1-1, og dessuten i CESR/01-014d art. 1.1, CESR/02-098b art. 1.1, fortalen i CESR/02-020b, og i fortalen til IOSCO's anbefaling.

¹³⁴ Se om dette under punkt 1.4.2.1.

¹³⁵ Se om faktum senere under samme punkt.

¹³⁶ Jfr NOU 1996:2 s. 13.

Vurderingen av om tilrettelegger i en salgs- og tildelingsprosess har opptrådt i henhold til kravet om god forretningsskikk, må derfor vurderes ut fra hensynet til markedets integritet og kundenes interesser.

Spørsmålet blir først og fremst hvem som skal regnes som "kunder" i en salgs- og tildelingsprosess. Kredittilsynet uttalte seg om dette i vedtak rettet mot Orkla Enskilda Securities ASA.¹³⁷ Sakens faktum har ingen relevans for oppgaven, men Kredittilsynet drøfter begrepet "kunde" på generelt grunnlag.

Kredittilsynet uttalte at hvem som skal regnes som kunder avhenger av oppdragets karakter.

Selger var å regne som en kunde av verdipapirforetaket, helt til oppdraget var endelig gjennomført.

Når det gjelder tegnerne, la Kredittilsynet til grunn at ved et tilretteleggeroppdrag, må samtlige av de som tegner seg, uavhengig av tegningssted, anses som kunde av tilrettelegger, fordi tilretteleggeren ofte har oppgaven med å, til syvende og sist, ta hånd om alle tegningene.

Når det gjaldt potensielle tegnere, mente Kredittilsynet at også disse måtte regnes som kunder i forhold til enkelte av reglene i vphl. § 9-2. Kredittilsynet mente at dette kunne leses ut fra verdipapirhandellovens formål vedrørende verdipapirforetakets forpliktelser overfor markedets integritet. Potensielle tegnere er her å regne for "markedet" for det finansielle instrumentet.¹³⁸ Potensielle tegnere har således krav på f. eks nødvendige opplysninger, som de trenger for å kunne treffe en investeringsbeslutning. Denne opplysningsplikten for tilrettelegger, opphører ikke ved utgivelse av et prospekt.

Konklusjonen er derfor at kunder av verdipapirforetaket, er aktørene i verdipapirmarkedet, som har eller kan tenkes å få tilknytning til salget av aksjene.

Et annet spørsmål er hvilke føringer prinsippet om at markedets integritet skal beskyttes, legger på tilretteleggers adferd under tildelingsprosessen. Dette ble drøftet i Etisk Råds avgjørelse i forbindelse med emisjonen i Fred Olsen Energy ASA.¹³⁹

Det ble reist spørsmål om det var skjedd en forfordeling ved at tegnere som hadde tegnet seg hos den ene hovedtilretteleggeren, Fearnley Fonds AS, angivelig hadde blitt preferert på bekostning av tegnere som hadde tegnet seg

¹³⁷ Jfr Vedtak av 15.02.01.

¹³⁸ I CESR/01-014d chapter II, defineres kunder som både nåværende og potensielle kunder.

¹³⁹ Jfr avgjørelse i sak nr. 1997/26.

hos medtilretteleggerne. Fearnley Fonds var ansvarlig for anbefalingen til styret om tildelingen i forbindelse med det norske tilbudet.

Etisk råd foretok en vurdering av de totale tegningene som var gjort hos de enkelte verdipapirforetakene i syndikatet, og vurderte dette opp mot de totale tildelinger de enkelte foretakene på vegne av sine kunder var begunstiget med, i prosent og i antall aksjer. Det viste seg at Fearnley Fonds, som hadde mottatt 37,5% av alle tegningene i den norske delen av emisjonen, ved sine kunder fikk 73,4% av den totale tildelingen. Motsetningsvis hadde Alfred Berg Norge AS mottatt 26,2% av alle tegningene, men fikk ved sine kunder ikke mer enn 10,9% av den totale tildelingen.

Etisk Råd fant det ikke tvilsomt at Fearnley Fonds ved innstillingen om tildeling, hadde lagt avgjørende vekt på tegningssted, slik at kunder som tegnet seg hos Fearnley Fonds var blitt usakelig preferert i konkurransen med andre kunder hos de andre verdipapirforetakene i syndikatet. Etisk Råd konkluderte med at denne forskjellsbehandlingen bidro til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen, og var således i strid med vphl. § 5-2 (1) (någjeldende § 9-2(1)) og Etiske normer § 1 (1) (någjeldende § 1-1 (1)). Etisk Råd ila foretaket en bot for bruddene på regelverkene.

Kredittilsynet kom ved sin behandling av saken,¹⁴⁰ med generelle uttalelser vedrørende markedets integritet og beskyttelse av kundenes interesser.

Kredittilsynet la til grunn at et verdipapirforetak har en betydelig egeninteresse i hvordan aksjene blir fordelt. En favorisering av gode eller "egne" kunder i tildelingen kan benyttes som middel til å styrke kunderelasjonen, og kan også ha betydning for verdipapirforetakets inntekter, da det gjerne regnes ut provisjon til foretaket ut fra solgte aksjer. En slik umiddelbar egeninteresse for et foretak, fordrer en særlig aktsomhet fra foretaket ved ivaretagelsen av markedets integritet og kundenes interesser. Konklusjonen ble at Fearnley Fonds ikke hadde vært tilstrekkelig aktsom ved utarbeidelsen av innstillingen om tildeling, og at dette var i strid med vphl. § 5-2 (1) (någjeldende § 9-2 (1)).

Kredittilsynet nøyde seg med å rette kritikk for forfordelingen og ansvarsfraskrivelsen.¹⁴¹

Forbud mot usaklig forskjellsbehandling er en egen bestemmelse i vphl. § 9-2 (1) nr. 6. Kredittilsynet valgt å se denne bestemmelsen i sammenheng med bestemmelsen i første ledd, slik at ved usaklig forskjellsbehandling foreligger det også et brudd på vphl. § 1-1 og vphl. § 9-2 (1) om beskyttelse av markedets integritet.

¹⁴⁰ Jfr Vedtak av 23.11.98.

¹⁴¹ Se om saken vedrørende ansvarsfraskrivelsen under punkt 2.2.5.

Konklusjonen er at kravet til god forretningsskikk kan anses oppfylt der tilrettelegger har opptrådt objektivt under tildelingsprosessen, slik at markedets integritet ivaretas.

Adferd som svekker en kundes interesse behøver ikke svekke markedets integritet og omvendt¹⁴². Tilsvarende kan det tenkes adferd som ivaretar kundens interesser, men som likevel er egnet til å svekke markedets integritet. Av enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven kommer det frem at hensynet til markedet skal gå foran hensynet til kundenes interesser, se f. eks vphl. § 2-1 om misbruk av innsideopplysninger.

Spørsmålet er således om tilrettelegger må foreta en avveining mellom beskyttelse av markedets integritet og kundenes interesser. Problemstillingen kan illustreres ved Kredittilsynets vedtak rettet mot Alfred Berg Norge ASA.¹⁴³

To ansatte hos Alfred Berg Norge ASA, en analytiker og dennes assistent, ble overført fra analyseavdelingen til corporate-avdelingen innen foretaket, for å delta i tilretteleggingen av Tandberg Television ASA's oppkjøp av Digital Broadcasting Business. Oppkjøpet skulle finansieres gjennom en emisjon i Tandberg. Senere ble analytikeren og assistenten tilbakeført til deres opprinnelige avdeling, med oppdrag om å utarbeide en analyse om emittenten.

Kredittilsynet la til grunn at analytikeren og assistenten mottok omfattende informasjon, som til dels var forholdsvis komplisert ved sitt arbeid i corporate-avdelingen, og således hadde hatt lengre tid på seg til å bearbeide informasjonen. Dette ga analytikeren og assistenten mulighet til å utarbeide en bedre analyse til Alfred Berg Norge's kunder, enn de analyser kunder av andre foretak fikk. I tillegg fikk Alfred Berg Norge's kunder analysen på et tidligere stadium enn kunder av andre foretak, nemlig før prospektet ble offentliggjort.

Interessene til Alfred Berg Norge's kunder, ble ivaretatt ved en fyldig informativ analyse og den raske utarbeidelsen. Kredittilsynet mente imidlertid at en forutsetning for å tillate at en slik analyse blir utarbeidet, må være at det er vanntette skott mellom avdelingene, såkalt "Chinese-walls", slik at sensitiv informasjon ikke utveksles mellom de forskjellige avdelingene.

Kredittilsynet mente videre at den fulgte fremgangsmåte var uheldig og burde unngås, slik at alle aktørene i markedet får lik tilgang til informasjon om en emisjon på samme tidspunkt. Den praksis som Alfred Berg Norge fulgte, kunne føre til at det ble stilt spørsmål i markedet om analytikerens objektivitet, som kunne føre til at analytikernes integritet kunne trekkes i tvil. Dette ville igjen kunne svekke markedets integritet. Slik praksis måtte derfor være i strid med kravet om god forretningsskikk etter vphl § 9-2 (1).

Kredittilsynet rettet kun kritikk mot foretaket som følge av lovovertrедelsen.

¹⁴² Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 680.

¹⁴³ Jfr Vedtak av 03.04.00.

Etisk Råd var kommet til samme resultat i forkant av Kredittilsynets behandling.¹⁴⁴

I tillegg mente Etisk Råd at forholdet stred mot Etiske normer § 4-2 (1) om rådgivningsforbud, ved at Alfred Berg Norge ikke hadde gjort nok for å unngå interessekonflikter mellom foretaket og kundenes interesser, og § 4-5 (1) om "Chinese-walls". For disse overtredelsene rettet Etisk Råd kritikk mot foretaket.

En avveining mellom hensynet til markedets integritet og hensynet til kundene, kan tenkes være utgangspunktet for tilretteleggers avveining ved avgivelse av ordrebokinformasjon. Enkelte kunders interesse i å få fyllestgjørende informasjon om investeringsbeslutningen, må avveies mot konsekvensene av at alle investorene ikke får lik informasjon, nettopp at markedets integritet svekkes.¹⁴⁵

Konklusjonene er at ettersom hovedformålet med loven i vphl. § 1-1 må sies å være overordnet, kan det være forsvarlig å si at ved en avveining mellom markedets integritet og kundenes interesser, må kundenes interesser vike.

2.4.3.4.2 Investorens profesjonalitet

Av vphl. § 9-2, fremgår det at *"ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd litra 1 til 6 vurderes på bakgrunn av investorens profesjonalitet"*. Litra 1 til 6 utdyper innholdet i kravet til god forretningsskikk.¹⁴⁶

Bestemmelsen er en implementering av ISD art. 11 nr. 1 og nr. 3, som sier at det skal tas hensyn til investorens yrke.

Spørsmålet er i hvilken grad tilrettelegger må klarlegge en investors profesjonalitet under salgsprosessen.

Når det gjelder hvilke investorer som skal regnes for å være profesjonelle, viser jeg til behandlingen av spørsmålet under punkt 1.3.2. Investoren kan regnes som institusjonell i en transje, uten at han dermed kan regnes som profesjonell. Skillet har betydning i forhold til beskyttelsesreglene i vphl. § 9-2 (1) nr. 1 - 6, og innebærer blant annet at

¹⁴⁴ Jfr avgjørelse i sak nr. 1999/14.

¹⁴⁵ Jfr det som er sagt om ordrebok-lekkasjer under 2.3.3.

¹⁴⁶ Se nærmere om dette under punkt 2.4.3.5.

ved vurderingen av om god forretningsskikk er overholdt, må det tas i betraktning investorens subjektive forutsetninger ved forståelsen av den rådgivning verdipapirforetaket gir.

En investors status/profesjonalitet ble drøftet i en avgjørelse av Etisk Råd vedrørende veiledning i forbindelse med kursfall etter en opsjonshandel.¹⁴⁷ Sakens faktum har ikke direkte betydning for oppgavens tema, men i forbindelse med investorens status er relevante på generelt grunnlag.

Saken gjaldt en investor som på grunn av et kursfall hadde solgt sine opsjoner etter mangelfull rådgivning fra megler i DnB Markets, med den følge at han led et tap da det viste seg at opsjonene på et senere tidspunkt steg igjen. Om rådgivningen kunne betegnes som mangelfull ble vurdert ut fra om megleren burde forstå at kunden ikke viste at kursfall i forbindelse med selskapets utbytteutbetaling hadde innvirkning på opsjonskursen. Megleren hadde ikke forklart sammenhengen mellom kursfallet og utbytteutbetalingen.

Spørsmålet var om investoren kunne regnes som profesjonell, og at megler derfor kunne legge til grunn at investoren måtte skjønne bakgrunnen for kursfallet.

Etisk Råd mente at det ikke forelå tilstrekkelige holdepunkter for at investoren kunne anses å falle inn under definisjonen av profesjonelle i Etiske normer § 2-1, og uttalte at ved manglende holdepunkter må investoren behandles som ikke-profesjonell. Det ble ikke lagt vekt på at investorens manglende medvirkning til å klarlegge sin egen profesjonalitet. I følge Etisk Råd hadde verdipapirforetaket et selvstendig ansvar for å foreta undersøkelser av kundens profesjonalitet etter vphl. § 5-2 (1) nr. 4 (någjeldende § 9-2 (1) nr. 4) og Etiske normer § 1 nr. 4 (någjeldende § 1-1 nr. 4).

I denne saken hadde verdipapirforetaket ikke gjort nok for å få klarlagt investorens profesjonalitet. Etisk råd rettet derfor kritikk mot DnB Markets, som følge av lov- og normovertredelsene.

Vurderingen av hvilken profesjonalitet en kunde kan anses å ha, må gjelde samtlige tegnere, også potensielle tegnere. Her må imidlertid tilretteleggers ansvar for å klarlegge kundens status til en viss grad begrenses. Verdipapirforetakene i syndikatet er nærmest til å definere investorene som tegner seg hos dem. Det må imidlertid legges til grunn, at ettersom tilrettelegger har det overordnede ansvaret for samtlige investorer under salgs- og tildelingsprosessen, så har tilrettelegger en selvstendig undersøkelsesplikt ved

¹⁴⁷ Jfr sak nr. 1997/21.

henvendelser som rettes til dem, særlig hvis tegningsstedet ikke har gitt noen indikasjoner på investorens profesjonalitet.

Konklusjonen er at tilrettelegger og medlemmene av syndikatet i henhold til kravet om god forretningsskikk må klarlegge en investors profesjonalitet, og dersom det ikke finnes holdepunkter for å definere en investor, må han regnes som ikke-profesjonell.

Selv om en investor regnes som profesjonell, må han kunne be om bedre veiledning og flere råd hvis han ikke er i besittelse av de nødvendige kunnskaper i forbindelse med den forestående handel. Dette følger ikke direkte av loven, men må kunne utledes av vphl. § 9-2 (1) nr. 5 om verdipapirforetakets plikt til å gi nødvendige opplysninger, og dessuten av kravet om å yte best mulig rådgivning, jfr Etske normer § 4-1 (2), samt plikten til å legge til rette for beste beslutningsgrunnlag for kunden, jfr Etske normer § 4-2 (2).¹⁴⁸

Det pågår nå et revisjonsarbeid av ISD, med forslag fra CESR om videreutvikling av direktivets bestemmelse om god forretningsskikk. Når arbeidet er avsluttet, vil det trolig komme et klarere skille mellom investorene, samt at graden og omfanget av hvilken beskyttelse investorene kan forvente, vil bli angitt.

2.4.3.5 Nærmere om kravet til god forretningsskikk ved utøvelsen av virksomheten

2.4.3.5.1 Innledning

Et utdypning av kravet til god forretningsskikk ved syndikatets utøvelse av virksomheten er nedfelt i vphl. § 9-2 (1) nr. 1 til nr. 6. Formuleringen i bestemmelsens første ledd, at foretaket "*herunder*" skal påse (...), tyder på at oppregningen ikke er uttømmende.

2.4.3.5.2 Krav til utøvelsen av virksomheten

I følge vphl. § 9-2 (1) nr. 1 skal verdipapirforetaket/tilrettelegger "*opptre ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet*". Spørsmålet er hvilken betydning kravet har i forhold til tilretteleggers adferd under salgs- og tildelingsprosessen.

¹⁴⁸ Se mer om dette under punkt 2.4.3.5.3.

Kredittilsynet kom med en del bemerkninger til bestemmelsen i vedtak rettet mot R.S. Platou Securities a.s.¹⁴⁹

Saken gjaldt emisjon i Norwegian Applied Technology ASA (heretter kalt NAT), hvor Platou Securities var gitt i oppdrag å fungere som tilrettelegger. Kredittilsynet drøftet flere kritikkverdige forhold i forbindelse med Platou Securities utførelse av oppdraget. Her er det bare forholdet til vphl. § 9-2 (1) nr. 1 som skal behandles.

Det viste seg at Platou Securities blant annet hadde opptrådt avvisende overfor interessenter før tegningsperioden startet. Videre under tegningsperioden, ble en rekke tegningsblanketter endret, dvs juster opp i omfang. I tillegg ble enkelte tegningsblanketter nedjustert uten at det forelå ordre fra de respektive tegnerne. Under tildelingsprosessen fikk tilretteleggerens egne ansatte og deres nærstående, samt gode porteføljeforvalterkunder og deres nærstående tildeling. Emisjonen ble overtegnet ca 12,5 ganger. På grunn av Platou Securities innstilling om tildeling til emittenten, ble over halvparten av alle tegninger fra investorene som hadde tegnet seg strøket.

Avvisningen av interessenter ble begrunnet med at det allerede før tegningsperioden startet, var klart at det ville bli overtegning og at investorene således ikke kunne regne med å bli tildelt aksjer.

Når det gjaldt endringene av tegningsblankettene, de som ble oppjustert, viste det seg at disse ble endret som følge av at tegnerne satt med ikke-offentlig informasjon om at det ville bli en overtegning. Informasjonen ble brukt til "taktisk tegning".

Da emisjonen var avsluttet, ble det avdekket at porteføljeforvalternes oppdragsgivere hadde tegnet seg, og hadde fått sine tildeling avkortet eller strøket som følge av tildelingene til porteføljeforvalterne. Kredittilsynet uttalte at der både oppdragsgiver og porteføljeforvalterne tegnet seg, kunne det lett oppstå interessekonflikter mellom disse, noe som forutsetter en særlig aktsomhet fra tilretteleggers side under tildelingen. Foretaket burde således ha strøket porteføljeforvalterens tegning der de visste om tildelingskonkurranse mellom oppdragsgiver og porteføljeforvalter. Denne konkurransen var foretaket i flere tilfeller klar over, og ved ikke å ha foretatt strykninger hadde foretaket vist en klart utilbørlig adferd.

Visse ansatte i foretaket hadde i tillegg til egne tegninger, tegnet seg på vegne av sine mindreårige barn. Disse tegningene ble imidlertid strøket. Kredittilsynet hevdet at slik tegning kan være forsøk fra den ansatte på å oppnå en fordel han ellers ikke ville fått, dersom han bare hadde tegnet seg i eget navn. Det tilsiktes således å oppnå en fordel i konkurranse med foretakets kunder på en utilbørlig måte.

¹⁴⁹ Vedtak av 21.03.97 (sak 97/627).

Samtlige av disse forholdene ble ansett for ikke å være ryddig og korrekt utøvelse av tilretteleggers virksomhet, og var således i strid med vphl. § 5-2 (1) nr. 1 (någjeldende vphl. § 9-2 (1) nr. 1).¹⁵⁰

Saken var i forkant behandlet av Etisk Råd med samme resultat. I tillegg konkluderte Etisk Råd med at adferden var overtredelse av Etiske normer § 8 om egenhandel (någjeldende §§ 7-1 og 7-3).¹⁵¹

Et forbudet for verdipapirforetak mot å avvise kunder, f. eks under tegningsperioden, er i dag nedfelt i Etiske normer § 4-1 (2). Avvisning er dog tillatt dersom det foreligger saklig grunn. En saklig grunn kan f. eks være avvisning av tegning fra en retail, når salget kun retter seg mot institusjonelle investorer. Det kan også være saklig å avvise et hedge-fond som investor, dersom det i prospektet er fastsatt at selger ønsker langsiktige investorer. I begge disse tilfellene kan man si at den avviste investoren åpenbart ikke oppfyller tildelingsvilkårene. En annen saklig grunn kan være avvisning av tegninger fra porteføljeforvaltere, dersom tildeling til disse vil avkorte en tildeling til porteføljeforvalternes oppdragsgivere, jfr Kredittilsynets uttalelser ovenfor.

Konklusjonen er at tilrettelegger må gi alle reelle og potensielle investorer lik behandling og søke å unngå interessekonflikter mellom kundene, for at kravet om ryddig og korrekt utøvelse av virksomheten kan anses overholdt.

Verdipapirforetaket skal videre utvise den *"nødvendige..... omhu og interesse i sin opptreden"*, jfr vphl § 9-2 (1) nr. 2. Bestemmelsen innebærer for det første et krav til foretakets ledelse til å påse at de enkelte oppgaver utføres av personer som har nødvendig kompetanse til å utføre oppgaven.¹⁵² Relevant for denne oppgaven er imidlertid at bestemmelsen også kan leses som et krav til en viss opptreden fra tilretteleggers side overfor selger. Spørsmålet blir da hvilke krav til opptreden selger kan stille overfor tilrettelegger.

¹⁵⁰ Se mer om saken, herunder sanksjonene under punkt 2.4.3.5.4.

¹⁵¹ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/1.

¹⁵² Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 682.

I kravet ligger at verdipapirforetaket skal ta hensyn til kundens interesser.¹⁵³ Selgers interesser må etter dette komme foran tilretteleggers interesser, og selgers interesser skal beskyttes på beste måte. Tilrettelegger kan med andre ord ikke avhende selgers aksjepost så raskt som mulig, med mindre dette er en del av oppdraget. Tilrettelegger vil f. eks kunne ha en interesse av et raskt salg, for å kunne ha tid og mulighet til å påta seg flere oppdrag. Som tidligere nevnt, vil selger i slike salg ønske en best mulig pris, som lettest kan oppnås gjennom en bookbuilding. Hadde aksjene bare blitt lagt ut for salg over børs, hadde man ikke oppnådd en overtegning, fordi aksjene hadde blitt solgt fortløpende. Da kunne prisen pr aksje ha sunket drastisk, på grunn av et stort tilbud uten en forventning om stor etterspørsel. I tillegg ville markedet i større grad ha styrt aksjeprisen og ikke slik som ved bookbuilding, hvor selger kan justere aksjeprisen når han vet omfanget av etterspørselen.

Konklusjonen er at tilrettelegger viser nødvendig omhu og interesse ved sin opptreden når han setter selgers interesser fremfor sine egne ved utførelsen av oppdraget.

2.4.3.5.3 Opplysningsplikten.

Opplysningsplikten omfatter to forhold. For det første verdipapirforetakets plikt til å fremskaffe opplysninger om kunden, jfr vphl. § 9-2 (1) nr. 4, og for det andre verdipapirforetakets plikt til å gi opplysninger til kunden vedrørende handelen med de finansielle instrumentene, jfr vphl. § 9-2 (1) nr. 5. Det er imidlertid en nær sammenheng mellom bestemmelsene. En generell opplysningsplikt følger videre indirekte av Etske normer § 4-1 (2) og § 4-2 (2), som pålegger medlemsforetakene å yte best mulig rådgivning overfor sine kunder, slik at kundene har det beste beslutningsgrunnlaget.

Opplysningsplikten er relevant å drøfte i forhold til alle verdipapirforetakene i syndikatet, da foretakene under tegningsperioden vil ha primæransvaret for investorene som tegner seg hos disse.

Etter vphl. § 9-2 (1) nr. 4, må verdipapirforetaket sørge for å skaffe nødvendige opplysninger om kundens identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring. Hensynene bak bestemmelsen, er å beskytte investoren mot hans egne

¹⁵³ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 683.

investeringsbeslutninger og dessuten å beskytte verdipapirforetaket mot en investors manglende oppgjørsevne. Det er imidlertid det første hensynet som er det mest sentrale, tatt i betraktning av at vphl. § 9-2 uttrykkelig gjelder ivaretagelsen av kunders interesser.¹⁵⁴ Jeg behandler derfor ikke hensynet om beskyttelse av verdipapirforetaket. I hensynet til at investoren skal beskyttes mot egne beslutninger, ligger at verdipapirforetaket ved opplysningsplikten skal påse at en investor har et godt grunnlag for å foreta en veloverveid og fornuftig investering.

Det første spørsmålet jeg vil behandle, er hvor langt verdipapirforetakets plikt til å fremskaffe opplysninger om en kunde strekker seg.

Vphl. § 9-2 (1) nr. 4 suppleres av forskrift av 7. februar 1994 nr. 118 om legitimasjonskontroll og tiltak mot hvitvasking av penger (hvitvaskingsforskriften). Etter forskriftens § 2 skal verdipapirforetaket kreve at nye kunder legitimere seg på anvist måte etter forskriftens § 3, dersom de ønsker utførelse av transaksjoner pålydende 100.000 kroner eller mer. Bestemmelsen gjelder også transaksjoner av mindre verdi dersom det er mistanke om at transaksjonen har tilknytning til en straffbar handling.

Krav om legitimasjonskontroll følger også av Etske normer § 4-1 (3) og er anbefalt i CESR/02-098b art. 3 og CESR/01-014d art. 3, som henviser til Rådsdirektiv 91/308 om hvitvasking av penger.

Plikten til å fremskaffe opplysninger om kunden etter vphl § 9-2 nr. 4, må sees i sammenheng med opplysningsplikten etter vphl. § 9-2 (1) nr. 5 og dessuten hvilken status kunden har, jfr vphl. § 9-2 (2). En ikke-profesjonell investor vil ofte ha behov for flere opplysninger enn en profesjonell, og omfanget av opplysningsplikten vil derfor være større overfor en ikke-profesjonell investor. Kravet om at verdipapirforetaket må skaffe opplysninger om kundens identitet, vil til en viss grad bidra til å avklare om en kunden kan anses som profesjonell eller ikke-profesjonell. Institusjonelle, som gjerne anses som profesjonelle, tegner seg i foretaksnavn, mens retail som gjerne anses som ikke-profesjonelle tegner seg i personnavn. Kravene om at det skal fremskaffes opplysninger om investorens investeringserfaring og økonomiske stilling vil videre

¹⁵⁴ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s, 684-685.

bidra til denne klarleggingen. Det oppstår f. eks uklarheter om en investors profesjonalitet når det kommer inn en tegning som er tegnet i personnavn, men som ut fra tegningens beløp kan tyde på at tegningen kommer fra en institusjonell/profesjonell investor (institusjonelle investorer som oftest høyere beløp). Regelen om å fremskaffe opplysninger om kunden, vil således pålegge verdipapirforetaket å foreta en nærmere bakgrunnssjekk av investoren bak tegningen, og vil beskytte en retail ved å gi han et bedre vern, gjennom hans krav på flere opplysninger etter vphl. § 9-2 nr. 5. Tegningen kan f. eks gi foretaket indikasjon på, ut fra hvilken investeringserfaring det må legges til grunn at kunden har, at det er foretatt en lite gjennomtenkt tegning med hensyn til kundens økonomiske stilling. Har investoren derimot levert inn en tegning som, både ut fra antall aksjer og økonomiske kostnader må anses som liten, gjør hensynet til at investoren skal beskyttes mot egne investeringsbeslutninger seg ikke gjeldende. Plikten til å fremskaffe opplysninger om kunden må derfor i slike tilfeller være mindre omfattende.

Konklusjonen er at et verdipapirforetaks plikt til å fremskaffe opplysninger om kunden er påbudt dersom vilkårene i hvitvaskingsforskriften er oppfylt, men at omfanget av plikten etter vphl. § 9-2 (1) nr. 4, må vurderes konkret ut fra hvilket navn det er foretatt tegning i og størrelsen på tegningen.

En plikt for verdipapirforetaket til å gi kunden opplysninger om investeringen følger av vphl. § 9-2 (1) nr. 5. Spørsmålet er for det første hvilket omfang denne opplysningsplikten har, og for det andre om det kan utledes en plikt for foretakene til å fraråde en investor å foreta en investering.

Ut fra prinsippet om at alle tegnere er kunder av tilrettelegger, kan man slutte at tilrettelegger har en opplysningsplikt overfor kunder som har tegnet seg andre steder i syndikatet, selv om man må gå ut fra at tegnerne har fått den nødvendige rådgivningen av tegningsstedet. Tilrettelegger kan således ikke avvise spørsmål som kommer fra kunder andre steder i syndikatet.

For det første bør verdipapirforetaket gi en vurdering av økonomiske implikasjoner en investering har for investoren.¹⁵⁵ En plikt til å gi risikovurderinger og andre økonomiske vurderinger kan utledes fra Etiske normer §§ 4-1 (2) og 4-2 (2) om beste rådgivning, særlig overfor kunder man kan anta vil ha behov for en slik vurdering, f. eks ikke-profesjonelle investorer, jfr Etiske normer § 4-2 (4).¹⁵⁶ At verdipapirforetaket skal søke å gi risikovurderinger er videre anbefalt i CESR/01-014d art. 2.5.

Risikovurderinger kan være gitt i prospekt eller i analyser utarbeidet i forbindelse med salget. Ut fra disse dokumentene, kan en investor være i stand til selv å vurdere eventuelle økonomiske konsekvenser investeringen vil få. Foretaket kan om nødvendig bistå med tolkning av prospektet og eventuelle analyser, men kan også være i besittelse av andre opplysninger, som kunden har behov for ved de økonomiske vurderingene.

Omfanget av opplysningsplikten kan imidlertid tenkes begrenset ut fra ordlyden i vphl. § 9-2 (1) nr 5, som sier at verdipapirforetaket skal gi kunden alle "*nødvendige*" opplysninger.

Om opplysningene kan karakteriseres som nødvendige, må vurderes ut fra om opplysningene er av vesentlig betydning for kundens investeringsbeslutning.¹⁵⁷ Opplysningene må ikke være avgjørende for kundens beslutning, men de kan være egnet til å veilede kunden i forhold til mengde aksjer som skal kjøpes, når de skal kjøpes, og videre til hvilken pris. Det vil f. eks være en opplysning av vesentlig betydning, at utstederselskapet planlegger en fusjon med et annet selskap. De institusjonelle potensielle investorene vil oftest ha kompetanse til å vurdere om dette er positivt eller negativt for aksjens verdi ettermarkedet. Potensielle retails vil i slike tilfeller oftest ha behov for ytterligere opplysninger og veiledning, som kan hjelpe dem til å foreta riktig investeringsbeslutningen. Opplysningene må således anses som nødvendige, når de danner grunnlaget for en investors investeringsbeslutning.

¹⁵⁵ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 686.

¹⁵⁶ Jfr uttalelse av adm. direktør Per Broch Mathisen i Norges Fondsmeglerforbund

¹⁵⁷ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 690.

I salg hvor det ikke er utarbeidet prospekt, vil opplysningsplikten være mer omfattende, og en retail vil ofte ha behov for flere opplysninger i motsetning til en institusjonell, som gjerne kjenner markedet og de aktuelle aksjene. På den annen side kan også institusjonelle ha behov for flere opplysninger og en mer omfattende veiledning enn deres markedserfaringer skulle tilsi.

Opplysningsplikten i forhold til en investors profesjonalitet ble drøftet i Rt 2003/400. Dommen omhandler ikke direkte forhold som drøftes i oppgaven, men Høyesterett kommer med en del generelle uttalelser i forbindelse med et verdipapirforetaks opplysningsplikt overfor en institusjonell investor.

Saken gjaldt rådgivning gitt av Fearnley Fonds ASA overfor en kunde, Sunnfjordtunnelen ASA. Kunden hadde lidd et tap som følge av noen transaksjoner med obligasjoner. Etter kjøpet hadde disse sunket i verdi. Spørsmålet var om rådgivningen i forbindelse med kjøpet kunne betegnes som uaktsom, og om Fearnley Fonds således måtte yte erstatning til kunden.

Ved uaktsomhetsvurderingen, la Høyesterett til grunn at det var relevant å trekke inn hva foretaket kunne vente av tunnelselskapet med hensyn til innsikt i obligasjonsmarkedet. Videre måtte uaktsomhetsvurderingen sees i lys av spørsmålet om transaksjonene burde vært foretatt for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor, uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar.

Høyesterett kom til at Fearnley Fonds måtte vite at tunnelselskapet opprinnelig ønsket sikkerhet fremfor muligheten for større gevinster, og at dette også var den naturlige strategien ut fra tunnelselskapets formål, som var å finansiere et tunnelprosjekt. De burde derfor forsikret seg om at kunden var innforstått med risikoen. Da Fearnley Fonds ikke kunne godtgjøre at de hadde fremskaffet slike forsikringer, konkluderte Høyesterett med at foretaket hadde overtrådt den gamle verdipapirhandelloven § 18 om krav til god meglerskikk (erstattet av § 9-2), ved ikke å ha oppfylt kravene til opplysningsplikten. Foretaket hadde dermed forsømt oppfølging av tunnelselskapets interesser. Fearnley Fonds ble etter dette dømt til å betale erstatning til tunnelselskapet.

Av dommen kan vi utlede at ut fra plikten et verdipapirforetak har til å skaffe opplysninger om kunder, vil det kunne foreligge en utvidende opplysningsplikt overfor en institusjonell investor, dersom det må antas at investoren ikke besitter den nødvendige erfaring og kunnskap om den aktuelle investering, som vanligvis kan forventes av slike investorer.

Tilretteleggers opplysningsplikt overfor en selger, som ble betegnet som profesjonell, ble drøftet av Etisk Råd i forbindelse med Telenor-plasseringen.¹⁵⁸

Mot slutten av tegningsperioden ble tegningsfristen, dvs tidspunktet for når ordreboken skulle lukkes, utsatt i den institusjonelle transjen med 1 time i Norge og med 5 timer i USA. Den opprinnelige tidsfristen var nedfelt i prospektet.

Etisk Råd uttalte at prospektet skapte rettsplikter, og at utsettelsen derfor var et kontraktsbrudd. Det var Telenor v/staten, som hadde besluttet fristutsettelsen, men hadde ikke rukket å varsle samtlige tegnere og potensielle tegnere.

Etisk Råd la til grunn at fristutsettelsen var et brudd på vphl § 9-2.¹⁵⁹ Spørsmålet var så om tilretteleggeren hadde et ansvar for utsettelsen, eller om dette helt å holdent måtte være Telenors ansvar, når Telenor hadde status som profesjonell kunde.

Tilrettelegger hadde gitt uttrykk for, overfor Telenor, at tidsfristen i henhold til prospektet *burde* overholdes. Dette var ikke tilstrekkelig, i følge Etisk Råd. Selv om oppdragsgiveren her var å anse som profesjonell, hadde tilretteleggeren en selvstendig plikt overfor markedet til å forhindre slike situasjoner, ved eksplisitt å fraråde en fristutsettelse. Bare dersom tilrettelegger hadde gitt eksplisitte frarådelser, men oppdragsgiver på tross av dette hadde besluttet å gjennomføre fristutsettelsen, ville tilrettelegger ha vært ansvarsfri.

Etisk Råd mente at DnB Markets adferd svekket markedets integritet og rettet kritikk mot DnB Markets, for brudd på vphl. § 9-2 om god forretningsskikk og Etske normer §§ 1-1 og 4-2 (2) om beste rådgivning.

Avgjørelsen viser at i visse sammenhenger, kan verdipapirforetakets ansvar overfor markedets integritet, medføre at omfanget av opplysningsplikten overfor en profesjonell må utvides.

Et problem i praksis er hvorledes et verdipapirforetak i syndikatet skal forholde seg til rykter om aksjen i markedet, som opplysninger. Det kan f. eks gå rykter om at utstederselskapet er i ferd med å miste betydningsfulle kontrakter, noe som vil kunne ha betydning for aksjens senere verdi i markedet.

Et verdipapirforetaks behandling av rykter ble drøftet i en avgjørelse av Etisk Råd mot Norse Securities ASA.¹⁶⁰

¹⁵⁸ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 2000/30.

¹⁵⁹ Se redegjørelsen for spørsmålet om samleordren under punkt 2.2.4.

¹⁶⁰ Jfr sak nr. 1999/8.

Saken gjaldt en kundes kjøp av aksjer i selskapet Pick Up Cat AS. Kunden tok kontakt med en megler i Norse Securities etter at han hadde hørt et rykte om at selskapet skulle inngå en større kontrakt, og ba megler bekrefte eller avkrefte ryktet.

Etisk Råd bemerket at en megler bør vurdere å ta forbehold for riktigheten av informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig, og fant i dette tilfellet at megleren ikke hadde tatt slikt forbehold. Megleren hadde i stedet relativt reservasjonsløst bekreftet ryktets riktighet, uten å ha tilfredstillende dokumentasjon som kunne underbygge bekreftelsen. Dette førte til at kunden kjøpte 5000 aksjer. Det viste seg imidlertid at selskapet aldri inngikk noen kontrakt, og etter hvert sank aksjekursen slik at kunden ble påført et økonomisk tap.

Etisk Råd konkluderte med at meglers adferd var i strid med Etiske normer § 4-2 om beste rådgivning og dessuten § 1-1 om god forretningsskikk, som i stor grad tilsvarende vphl. § 9-2. Etisk Råd anbefalte etter dette at Norse Securities, på vegne av megleren, burde yte kunden en viss økonomisk erstatning for det tapet han var blitt påført.

Av avgjørelsen kan det utledes at det ikke foreligger noen plikt til å bekrefte et rykte.

Tilsvarende må legges til grunn ved avkreftelse av et rykte.

Et verdipapirforetaks behandling av rykter, ble også drøftet, på generelt grunnlag, i brev fra Kredittilsynet til Fearnley Fonds ASA.¹⁶¹ Saken gjaldt rykter gjengitt i en analyse av et selskap, men drøftelsen er såpass generelt utformet slik at den må kunne anvendes på vurderingen av om ryktespredning i markedet strider mot vphl. § 9-2.

Kredittilsynet la til grunn at det må foretas en konkret vurdering i de enkelte tilfellene om ryktet skal spres, basert på momenter som kildens troverdighet, ryktets innhold og hvor viktig opplysningen er. Spredning av rykter, f. eks negative opplysninger om utstederselskapets økonomi, kan være til stor skade for selger og for salget gjennom bookbuilding-prosessen, ved at etterspørselen kan bli redusert.

Kredittilsynet konkluderte med at et verdipapirforetak normalt ikke bør gjengi rykter, da slik gjengivelse er egnet til å svekke markedets integritet og således strider mot god forretningsskikk. Allikevel så de ikke bort fra at det kan tenkes situasjoner der et rykte bør presenteres, men da må kilden for ryktet oppgis, slik at kunden gis anledning til å vurdere om ryktet er av slik karakter at det bør hensyntas.

Av avgjørelsen kan det utledes at det ikke foreligger en plikt til å gjengi rykter.

¹⁶¹ Jfr Brev av 09.07.01.

Konklusjonen er at omfanget av verdipapirforetakets opplysningsplikt i forhold til kundene, må vurderes konkret i de enkelte tilfeller, ut fra en investors profesjonalitet og behov, samt ut fra hensynet til markedets integritet. Det kan ikke anses som en del av opplysningsplikten, verken til å bekrefte, avkrefte eller gjengi et rykte.

Det neste spørsmålet i forbindelse med omfanget av opplysningsplikten, er om det av bestemmelsen kan utledes en plikt for foretaket til å fraråde en investor til å foreta en investering.

I CESR/01-014d art. 3 og i CESR/02-098b art. 3 er det anbefalt at verdipapirforetaket skal vurdere om en investeringstjeneste er passende for en kunde. I dette må ligge, at dersom verdipapirforetaket mener at en kunde, ut fra f. eks kundens økonomiske stilling, ikke er tjent med handelen, så bør foretaket fraråde investoren å slutte handelen.

Bestemmelsen i Etiske normer § 4-2 (2) om beste rådgivning, kan kanskje også tolkes som at foretaket bør fraråde visse investeringer. Dersom foretaket ikke har gitt en frarådning, når det må være åpenbart for foretaket at investeringsbeslutningen er lite gjennomtenkt, har de i mine øyne heller ikke gitt "beste rådgivning".

En parallell kan trekkes til lov om finansavtaler og finansoppdrag av 25. juni 1999 nr. 46 (fiavtl.) § 47 om plikt til å frarå. Etter denne bestemmelsen skal en långiver fraråde en forbruker å ta opp et lån, dersom økonomisk evne eller andre forhold på låntakerens side, tilsier at låntaker bør avstå fra å ta opp lånet. Det er lagt til grunn i juridisk teori at så lenge låntakeren er advart på en klar måte, så er det ikke noe hinder for at lånet ytes.¹⁶²

Det foreligger ingen avgjørelser fra verken domstolene eller tilsynsorganene som kan tilsi at et foretak bør eller skal fraråde en investering.

Dersom et foretak fraråder en investor å foreta en investering, kan det oppstå interessekonflikter mellom kundene, som kan rammes av vphl. § 9-2 (1) nr. 6.

¹⁶² Jfr Norsk lovkommentar 2002 bind 3 s. 3160 note 232.

Å gi en kunde visse opplysninger kan innebære svekkelse av en annen kundes posisjon.¹⁶³ Dersom et verdipapirforetak i syndikatet, under salget fraråder investoren om å legge inn en tegning, f. eks ut fra dennes økonomiske stilling, kan dette komme i konflikt med selgers interesser om å oppnå best mulig tegning. Prinsippet om lojalitet i kontraktsforhold kan tilsi at verdipapirforetak i syndikatet skal sette selgers interesser foran tegnerens, ettersom kontraktoppdraget går ut på å selge aksjene. Her må det antagelig foretas en konkret vurdering av hvilke interesser som tar mest skade, selgers ved at investoren unnlater å tegne, eller investorens ved å tegne. Det vil antagelig ikke være ofte verdipapirforetaket eventuelt skulle måtte gå til det skritt å fraråde en tegning, slik at selgers interesser blir nevneverdig skadelidende. Jeg legger derfor til grunn at en slik fraråding ikke innebærer en interessekonflikt mellom selger og tegner.

Konklusjonen er at på bakgrunn av innholdet av og den rettskildemessige betydning foreliggende regelverkene har, kan jeg ikke utlede en *plikt* til å fraråde. I overensstemmelse med kravet om god forretningsskikk og i overensstemmelse CESR's anbefaling og Etisk normer, *bør* imidlertid foretaket fraråde en investor å opprettholde en tegning, særlig der det er åpenbart at investoren ikke er tjent med denne.

Opplysningsplikten omfatter ikke melding om at handel ikke er sluttet. Dette kan utledes av at unnlatelse av sende slik melding ikke anses å stride mot god forretningsskikk, jfr uttalelse av Etisk Råd i sak nr. 2000/7. At kunden ikke har krav på slik melding, fremgår også forutsetningsvis av vphl. § 11-4, som bare regulerer plikten til å gi kunden tilbakemelding i form av sluttseddel der handel er sluttet. Hensynet bak regelen er trolig at den skal spare et verdipapirforetak for mye arbeid. Ved overtegning vil det i mange tilfeller være mange tegnere (avhengig av hvor stor overtegningen er), som ikke får aksjer, med mindre selger beslutter å foreta en proratarisk fordeling. Hvis foretaket skulle ha sendt ut melding til alle som ikke fikk tildeling, vil dette kunne ta opp enorme ressurser, både personelle og økonomiske, hos foretaket.

Opplysningsplikten må uansett vike for opplysninger som er av en slik karakter at de kan være underlagt taushetsplikt.¹⁶⁴ Taushetsbelagte opplysninger kan være

¹⁶³ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 689.

¹⁶⁴ Jfr brev fra Kredittilsynet til Orkla Enskilda Securities ASA av 15.02.01.

insideinformasjon og/eller opplysninger som faller inn under vphl. § 9-8 om taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte. F. eks vil tilrettelegger få opplysninger av betydning for investorene, før andre i markedet. Etter vphl § 9-8 kan slike opplysninger være taushetsbelagte inntil videre, fordi opplysningene skal offentliggjøres i markedet som helhet på en sikker og ordnet måte.¹⁶⁵

2.4.3.5.4 Interessekonflikter.

I vphl. § 9-2 nr. 6 er det bestemt at verdipapirforetaket må bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, ved at kundenes interesser skal gå foran foretakets og at enkelte kunder ikke skal usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder. Bestemmelsen er en viktig del av standarden god forretningsskikk, da verdipapirforetak ofte havner i situasjoner som kan utløse både interessekonflikter mellom kundene, og mellom en kunde og foretaket selv. Bestemmelsen må sees i sammenheng med vphl § 9-1 (1) nr. 5, som pålegger foretaket å organisere virksomheten på en slik måte at faren for interessekonflikter begrenses til et minimum. Videre må bestemmelsen sees i sammenheng med vphl. § 9-2 (5) som sier at foretaket før det yter investeringstjenester, i tilfeller hvor foretakets egne interesser er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal gi oppdragsgiver de nødvendige opplysninger om forholdet.

Samtlige krav i vphl § 9-2 har en side mot interessekonflikter og nr. 6 kan således sies å være en presisering.¹⁶⁶ Innledningen til bestemmelsen, slår f. eks fast at kundenes interesser og markedets integritet skal ivaretas, og det er opplagt at hvis dette målet skal nås, så må interessekonflikter ryddes av veien.

Jeg viste under punkt 2.4.3.5.2, at tilrettelegger ved salget må sette selgers interesser i å få størst mulig overtegning foran sine egne interesser om et raskt salg.

Interessekonflikter mellom foretaket selv og kundene etter vphl. § 9-2 (1) nr. 6, har også en side mot et verdipapirforetaks egenhandel i forbindelse med tildelingen. Se mer om dette under punkt 2.5.

¹⁶⁵ Se mer om dette i forbindelse med ordrebokinformasjon under punkt 2.7.2.5.

¹⁶⁶ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 693.

At interessekonflikter skal søkes unngått og angivelse av løsningsmodeller på interessekonflikter, er videre nedfelt i Etske normer i §§ 4-2 (1), 4-5 (2) og 5-2 (2). Bestemmelsene regulerer imidlertid situasjoner som ikke er relevant for oppgavens drøftelser og jeg kommer derfor ikke nærmere inn på disse.

Spørsmålet som skal drøftes her, er hva som ligger i kravet om at kunder ikke skal usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

Kravet ble drøftet av Kredittilsynet i vedtaket rettet mot R.S. Platou Securities a.s.¹⁶⁷

I den overtegnede emisjonen i NAT, hadde porteføljeforvaltere og deres nærstående, samt ansatte i verdipapirforetaket med nærstående fått tildelinger. Kredittilsynet mente at det i utgangspunktet ikke var noe i veien for at disse fikk tildelinger, men at det måtte kreves særlig aktsomhet fra verdipapirforetaket under tildelingen. Tvil om foretaket har foretatt en objektiv tildeling på bakgrunn av eventuelle tildelingsvilkår, og tvil om foretaket oppfyller sine forpliktelser overfor flere parter, vil kunne svekke markedets integritet.

Desto større rom det er for skjønn i tildelingsprosessen, desto større krav stilles det til at tilrettelegger viser aktsomhet med hensyn til ivaretagelsen av kundenes interesser. At NAT hadde godkjent tildelingsresultatet, fritok ikke under noen omstendighet verdipapirforetaket fra plikten til å se til at tildelingen var i samsvar med de krav som følger av verdipapirhandelloven.

I denne saken var det ikke tvil om at de aktuelle tildelingene hadde skjedd til fortrengsel av andre kunder. Av 1700 tegninger ble 1000 kunder avvist. En kundegruppe ble således prioritert foran en annen, uten at det forelå saklig grunn. Tilrettelegger hadde således ikke utvist den nødvendige aktsomhet, og dette var i strid med kravet til god forretningsskikk i vphl. § 5-2 (1) nr. 6 (någjeldende § 9-2 (1) nr. 6). En opptreden i samsvar med kravet om god forretningsskikk ville vært å stryke de ansattes tegning fullt ut. (Dette er i dag lovfestet, jfr vphl. § 2a-3 (4) jfr § 9-3 (3).)

Kredittilsynet trakk tillatelsen til å yte investeringstjenester etter vphl. § 1-2 (1) nr. 4 tilbake.

Samme resultat kom Etisk Råd til ved sin behandling av saken¹⁶⁸.

Etisk Råd konkluderte i tillegg med at det var begått brudd på Etske

¹⁶⁷ Jfr Vedtak av 21.03.9. Se mer om faktum i saken under punkt 2.4.3.5.2.

¹⁶⁸ Jfr avgjørelse i sak nr. 1997/1.

normer §§ 1, 4 og 8¹⁶⁹. Platou Securities ble etter dette ilagt den strengeste sanksjonen som da eksisterte, bot på 2 ganger medlemskontigent, som utgjorde 150.000 kr.

Av avgjørelsene kan det utledes at tilrettelegger må opptre objektivt ved innstilling om tildeling.

I at kunder ikke skal usaklig tilgodeses ligger at kunder ikke skal usaklig forskjellsbehandles. Dersom det ligger tildelingskriterier til grunn for tildelingsprosessen, kan ikke to kunder som har tegnet seg for samme beløp i samme transje få forskjellig tildeling, bare fordi den ene tegneren har en bedre relasjon til foretaket. Skal en av kundene tilgodeses, må det altså foreligge saklig grunn for dette, f. eks at den ene kunden kan flyttes til en annen tier innen transjen, som vil gi en høyere tildelingsprosent. Ved salg hvor det er opprettet et syndikat, må som tidligere nevnt samtlige tegnere i alle verdipapirforetakene få den samme behandlingen. Hovedtilrettelegger kan ikke preferere sine egne kunder.¹⁷⁰

Det kan imidlertid ikke anses som usaklig forskjellsbehandling at enkelte kunder gis anledning til å betale en lavere pris på aksjene enn andre kunder, dersom dette skjer som ledd i aksept av "take-it-or-leave-it"-tilbud. Dette må utledes av formålet med slike tilbud; at de hjelper tilrettelegger i bookbuilding-prosessen.

Konklusjonen er at kundene usaklig tilgodeses når tildeling eller innstilling om tildeling ikke fremstår som objektiv og rettferdig ut fra eventuelle foreliggende tildelingsvilkår. Dersom det oppstår interessekonflikter under salgs- eller tildelingsprosessen, og disse ikke utbedres på beste mulige måte, foreligger det et brudd på kravet til god forretningsskikk.

2.4.3.5.5 Prinsippet om "beste kurs"

Vphl. § 9-2 (3) stiller krav til kursen i forbindelse med et oppdrag for en kunde. Heretter vil jeg bruke betegnelsen aksjekurs, da det er aksjer som behandles i oppgaven.

¹⁶⁹ Någjeldende §§ 1-1, 3-1 og 7-1.

¹⁷⁰ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/26. Se om saken under punkt 2.4.3.4.1.

Fastsettelse av aksjekurs er en del av plikten til å ivareta kundens interesser. Der aksjekursen ikke er angitt i en ordre, skal verdipapirforetaket utføre oppdraget til en kurs som etter markedets stilling er "rimelig". Bestemmelsen må sees i sammenheng med vphl. § 9-2 (4) som bestemmer at kunden skal ha den beste prisen.

Ved et stort salg/nedsalg er prisen pr aksje ofte ikke fastsatt på forhånd. Det kan imidlertid angis en veiledende pris i tegningsinnbydelsen eller i prospektet. Ved IPO f. eks, gis det gjerne et pris-estimat over hvor det antas at prisen på aksjen vil ligge, man sier f.eks at prisen pr aksje antas å ville ende på mellom 75 og 95 kr.¹⁷¹ Ved salg og nedsalg hvor det ikke er opplyst en veiledende pris, sies det gjerne at den endelige prisen vil bli fastsatt av selger i samråd med tilrettelegger på et senere tidspunkt, etter at tegningsperioden er over.¹⁷² En av hovedhensiktene med en bookbuilding-prosess, er nettopp at det arrangeres en budgivningsprosess blant norske og utenlandske institusjonelle investorer, som kan bidra til å fastsette prisen.

Spørsmålet er hvilken pris som kan fastsettes ut fra kravet om "beste kurs".

Institusjonelle investorer setter ofte forbehold ved tegningene sine. De gir gjerne beskjed til tegningsstedet sitt, at dersom den endelige pris blir 10 kr pr aksje, ønsker de å kjøpe 10.000 aksjer. Dersom den endelige pris derimot blir 14 kr pr aksje, ønsker de ikke å kjøpe mer enn 8.000 aksjer osv. Ved å sammenholde alle budene og tegningene som er kommet inn, kan selger og tilrettelegger sette en pris som gjenspeiler denne etterspørselen. Denne prisen vil også være bindende for tegnere i retail-transjen. Retail kan på lik linje med institusjonelle gis tillatelse til å sette en maksimalkurs i sin tegning, noe som f. eks kan fremkomme av tegningsinnbydelsen til denne transjen. En angivelse av maksimalkurs kan imidlertid medføre at retail-investoren ikke blir tildelt aksjer, dersom den endelige pris blir satt over denne kursen.

¹⁷¹ Se om dette i Prospekt fra Oslo Børs Holding ASA - aksjesalg 2001, av 3. mai 2001 s. 9, hvor dette var pris-estimatet.

¹⁷² Se f.eks Prospekt vedrørende salg av Statens Banksikringsfonds aksjer i Kreditkassen, utarbeidet 17. november 1995, s. 8.

Prisbudene fra de institusjonelle investorene, er ikke noe annet enn en veiledning til selger for hvor prisen pr aksje bør ligge. Spørsmålet er således i hvilken grad selger kan sette prisen høyere.

Overtegning innebærer som sagt at etterspørselen er større enn tilbudet, noe som sosialøkonomisk, kan tilsi at prisen kan settes høyere. Selger kan imidlertid risikere at ordreboken ikke fylles dersom prisen settes opp, ved at det ikke foreligger nok tegninger fra investorer som er villige til å betale denne prisen. Det kan også hende at prisen ikke lenger kan betegnes som "rimelig", sett ut fra aksjens verdi i markedet. Aksjekursen fra før salget startet, vil gi veiledning til investorene om hvor mye en aksje vil koste og hvor mye en aksje er verdt. Det er ut fra denne prisen investorer vurderer størrelsen på kjøpet i forhold til de midler de har til disposisjon. Dersom aksjekursen har vært nokså konstant i flere år, må prisen pr aksje etter bookbuildingen allikevel anses rimelig hvis prisen nå ligger høyere, dersom aksjekursen gjenspeiler verdien på aksjen i ettermarkedet i forhold til etterspørselen.

Settes prisen for høyt, kan etterspørselen etter aksjen i ettermarkedet synke, og da synker også aksjekursen. Dersom kursen synker, er dette en indikasjon på at den endelige prisen pr aksje ikke har vært rimelig ut fra markedets ståsted. Tilrettelegger må derfor å finne en balanse mellom selgers gevinstbehov og en kurs som sekundærmarkedet kan "leve med". En god balanse vil også oppfylle kravet om "beste kurs" etter vphl. § 9-2 (4). Kravet innebærer ikke at prisen skal være den objektivt sett best oppnåelige, men at verdipapirforetaket skal sikre kundene den beste oppnåelige pris ut fra tilgjengelig kursinformasjon.

Konklusjonen er at "beste kurs" er kurs, dannet ut fra etterspørsel og budgivning under bookbuilding-prosessen, sett i forhold til etterspørsel i ettermarkedet.

Dersom tilrettelegger ikke fastsetter en kurs som kan betegnes som "beste kurs" blir spørsmålet om det kan rettes et erstatningsansvar eller straffansvar mot tilrettelegger. En for høy kurs, kan føre til at tegnerne og opprinnelige aksjonærene vil kunne bli påført et økonomisk tap ved at aksjekursen raser som følge av at sekundærmarkedet ikke vil betale den pris tilrettelegger har satt ved salget.

Dersom fastsettelse av kursen er angitt som tilretteleggers ansvar,¹⁷³ vil ansvarsgrunnlaget være overtredelsen av vphl. § 9-2 (3). Tilrettelegger kan således straffes dersom overtredelsen har vært grov, jfr vphl. § 14-3 (2) nr. 6, og aksjonærene og tegnerne må kunne reises et erstatningskrav på bakgrunn av de ulovfestede erstatningsreglene.

Kompetansen og ansvaret for fastsettelse av prisen kan være tillagt selger, eventuelt etter råd fra tilrettelegger. Ettersom selger adferd ikke er regulert av vphl. § 9-2, kan det spørres om selger allikevel kan sette prisen så høyt han vil. Skal selger foreta et utsalg, er han for sin egen del f. eks ikke avhengig av at kursen opprettholdes i ettermarkedet. Det må imidlertid kunne utledes av forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 2-5, at selger av hensyn til tegnerne og de opprinnelige aksjonærene, ikke kan sette prisen så høyt han vil, jfr det som er sagt ovenfor om et eventuelt økonomisk tap. En for høy pris kan således være overtredelse av § 2-5, hvorefter selger kan straffes etter vphl. § 14-3 (2) nr. 6 dersom overtredelsen kan anses grov. Et erstatningsansvar mot selger kan reises av aksjonærene og tegnerne etter de ulovfestede erstatningsreglene. Dersom selger har fulgt tilretteleggers råd, vil selger kunne kreve regress av tilrettelegger.

De tegnere som har tegnet seg ved salget vil også kunne få kjent sine tegninger ugyldig etter avtalelovens ugyldighetsbestemmelser, jfr det som er sagt under punkt 2.3.1.

2.4.3.5.6 Salg fra fast forretningssted.

Etter vphl. § 9-2 (7) kan investeringstjenestevirksomhet bare foretas fra "fast forretningssted". Det vil således være i strid med god forretningsskikk om salg gjennomføres på andre måter.

Spørsmålet er hvilken betydning bestemmelsen har på inngåelse av kjøpsavtaler i forbindelse med et tilretteleggeroppdrag.

I forkant av store salg/nedsalg arrangeres det gjerne såkalte "roadshows". Dette er en slags markedsførings-turné for aksjen. I følge forarbeidene innebærer bestemmelsen at

¹⁷³ Jfr det som er sagt om ansvarsfordeling under punkt 2.2.5.

avtaleinngåelse om kjøp av aksjer mellom selger og investorer, formelt sett ikke kan inngås på et slikt roadshow, men at bestillingen må innleveres hos verdipapirforetakets faste forretningskontor.¹⁷⁴ Videre er det hevdet i forarbeidene at det ikke vil være i strid med bestemmelsen om verdipapirforetaket sender ut sirkulære, brosjyrer og brev.¹⁷⁵ Det samme må legges til grunn hva gjelder tegningsinnbydelser.

Kjøpsavtalen inngås normalt ved at en tegning kommer inn til verdipapirforetaket. Bestemmelsen antas i juridisk teori ikke å være til hinder for at kjøpsavtalen inngås over telefon eller via internett, som også skjer i praksis. Det avgjørende er om salget skjer fra et fast forretningskontor.¹⁷⁶

Konklusjonen er at kjøpsavtalen kun kan inngås direkte mellom kunde og foretakets kontorer, enten dette skjer skriftlig eller muntlig. En tegning vil således være ugyldig dersom den inngås på annen måte, jfr avtl. § 36.

2.5 Tildeling til verdipapirforetakene i syndikatet

2.5.1 Innledning

Utgangspunktet er at et verdipapirforetak kan handle i finansielle instrumenter for egen regning, på nærmere fastsatte vilkår, jfr vphl. § 8-5. Denne adgangen er imidlertid begrenset ved salg hvor verdipapirforetaket er medlem av syndikatet.

2.5.2 Krav om god forretningsskikk ved et verdipapirforetaks egenhandel

Vphl. § 9-3 supplerer kravet til god forretningsskikk i vphl. § 9-2, i forbindelse med visse nærmere beskrevne situasjoner ved et verdipapirforetaks egenhandel.

Bestemmelsen er ikke utømmende. Interessant i denne forbindelse er situasjonen som reguleres av bestemmelsens tredje ledd.

¹⁷⁴ Jfr NOU 1978:42 s. 124.

¹⁷⁵ Jfr NOU 1978:42 s. 144-145.

¹⁷⁶ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 706.

Spørsmålet er i hvilken grad et verdipapirforetak i syndikatet kan tildeles aksjer i overtegnede salg.

Vphl § 9-3 (3) regulerer tildelingssituasjonen ved overtegnede offentlige tilbud, og sier at ved overtegnede tilbud, som reguleres av vphl. kap 5, kan verdipapirforetak som bistår tilbyder ikke tildeles aksjer. Denne avgrensningen medfører at dersom salget ikke utløser en prospektplikt, vil bestemmelsen heller ikke komme til anvendelse. Således faller salg i annenhåndsmarkedet, som ikke inneholder en IPO, utenfor. Et verdipapirforetaks tildeling ved slike salg, vil imidlertid reguleres av den generelle bestemmelsen i vphl. § 9-2 (1) nr. 6 om at kundens interesser skal komme først.

At prinsippet og resultatet ved anvendelsen av regelene i vphl. § 9-3 (3) og vphl. § 9-2 (1) nr. 6 vil bli det samme, viste seg under Kredittilsynets behandling av saken mot R.S. Platou Securities a.s.,¹⁷⁷ som var et offentlig tilbud som utløste prospektplikt, jfr vphl. § 5-1 om prospektplikt ved emisjoner.

Saken gjaldt, som tidligere nevnt, tildelinger til ansatte og deres nærstående, samt tildelinger til porteføljeforvaltere og deres nærstående,¹⁷⁸ noe som ble vurdert i forhold til vphl. § 5-2 (1) nr. 6 (nåværende § 9-2 (1) nr. 6). Saken kom opp før vi fikk vphl. § 9-3 (3). Vphl. § 9-2 (1) nr. 6, hadde den gang ikke nedfelt et krav om at kundens interesser skal gå foran foretakets interesser. Kredittilsynet uttalte imidlertid at bestemmelsen skulle omfatte verdipapirforetakets egenhandel, og at kundenes interesser måtte komme først ved tildelingen i overtegnede tilbud.

Et annet eksempel på den nære sammenhengen mellom vphl. § 9-2 (1) nr. 6 (etter gammel ordlyd) og vphl. § 9-3 (3), er Kredittilsynets behandling av emisjonen i Knightsbridge Tankers Limited.¹⁷⁹ Også denne saken er fra før verdipapirhandelloven fikk det nåværende tredje ledd i § 9-3.

Emisjonen ble ledet av Goldman Sachs & Co, med Fearnley Fonds som co-lead. Emisjonen var sterkt overtegnet.

Fearnley Fonds hadde tegnet seg for egen regning for 80.000 aksjer, og fikk en tildeling på 37.600 aksjer. Kort tid etter emisjonen, solgte Fearnley Fonds sine aksjer i det amerikanske aksjemarkedet, med en gevinst på 477.000 kr. Kredittilsynet uttalte at et verdipapirforetak kan foreta egenhandel som ledd i

¹⁷⁷ Jfr vedtak av 21.03.97.

¹⁷⁸ Se punkt 2.4.3.5.4.

¹⁷⁹ Vedtak av 27.01.98 .

alminnelig kapitalforvaltning, men at det i regelene om alminnelig kapitalforvaltning ligger et krav om at verdipapirforetaket ikke kan gjøre kortsiktige handler ut fra hensikten om å ta raske gevinster. De støttet seg i den anledning på forarbeidene til endringer i verdipapirhandelloven, som uttalte at det skal legges vekt på at foretak ikke skal kunne drive en investeringstjenestevirksomhet basert på hyppige kortsiktige handler, ut fra en forventning om kortsiktige endringer i kursene.¹⁸⁰

At Fearnley Fonds deltok som tegner i emisjonen ut fra det formål å vise overfor det emitterende selskap at de hadde tiltro til selskapet og verdipapirene, kunne ikke få gjennomslag ettersom aksjene ble videresolgt umiddelbart. Kredittilsynet kom til at tildelingen stred mot kravet om god forretningsskikk i vphl. § 5-2 nr. 6 (någjeldende § 9-2 nr. 6). Det ble rettet kritikk mot Fearnley Fonds i denne saken.

I etterkant, og som en direkte følge av disse sakene, ble vphl. § 9-3 (3) vedtatt. I tillegg fikk bestemmelsen i vphl. § 9-2 (1) nr. 6 en presisering om at kundens interesser skal gå foran foretakets interesser.

Kredittilsynets uttalelser i disse sakene, om at ansatte i verdipapirforetaket m.v. kan tegne seg, og at foretaket i visse situasjoner kan foreta egenhandel, vil i dag ut fra de nye bestemmelsene ikke gi uttrykk for gjeldende rett. Vphl. § 9-3 (3) setter et absolutt forbud mot at et verdipapirforetak tildeles aksjer, dersom det foreligger et overtegnert salg. Et slikt forbud fremgår ikke direkte av vphl. § 9-2 (1) nr. 6, men må kunne utledes av at foretaket skal *"sørge for at kundenes interesser går foran foretakets interesser"*. Dersom foretaket tildeles aksjer vil dette nettopp være på bekostning av kundene, noe som ikke vil ivareta deres interesser.

Det er et vilkår i vphl. § 9-3 (3) at verdipapirforetaket må anses for å bistå tilbyder i salget. I dette kravet legger jeg for det første at det tildeling ikke kan gis dersom det er på bakgrunn av tilretteleggers innstilling. Ettersom selger kan selge til hvem han vil, er det derfor ikke noe i veien for at verdipapirforetakene tildeles aksjer, dersom dette er selgers ønske. At vphl. § 9-3 kun gjelder for tildeling etter verdipapirforetakets innstilling, må kunne utledes av bestemmelsen som omhandler verdipapirforetakets egenhandel. For det andre må hele syndikatet anses for å bistå selger under

¹⁸⁰ Ot. prp. nr. 15 (1995-96) s. 45.

salgsprosessen, ved at de fungerer som tegningssted og rådgivere for tegnerne.¹⁸¹ Heller ikke dette kravet kan utledes direkte av vphl. § 9-2 (1) nr. 6. Men når verdipapirforetaket fungerer som tegningssted, og tildeles aksjer, vil dette være i strid med at prinsippet om at kundens interesser skal komme foran.

Videre er det et vilkår i vphl. § 9-3 (3), om at avkorting i tildeling må skje overfor verdipapirforetakets kunder. Det kan tenkes at et av foretakene i syndikatet ved sine kunder får full tildeling. I prinsippet skulle det da ikke være noe i veien for at også foretaket får tildeling. I juridisk teori er det hevdet at der tildeling skjer i transjer, er bestemmelsen til hinder for at verdipapirforetaket får tildeling, selv om de investorene som kommer i verdipapirforetakets transje får full tildeling, dersom andre transjer må avkortes.¹⁸² En parallell kan trekkes fra denne uttalelsen til situasjonen hvor et verdipapirforetak får tildeling. Tildeling vil medføre avkortning i andre kunder i syndikatet sin tildeling. I en salgsprosess som her, kan det være grunn til å se syndikatets kundemasse under ett, slik at adgangen til å gi foretaket tildeling må anses avskåret.

Dersom verdipapirforetaket er svært interessert i en tildeling, kan man få den situasjonen at salgsprosessen bærer preg av å være "halvhjertet", slik at det ikke oppstår overtegning. Foreligger det ikke en overtegning, er det ikke noe hinder for at foretaket tegner seg. En slik situasjon vil imidlertid allikevel kunne rammes av vphl. § 9-2 (1) nr. 6, fordi foretaket ikke har satt selgers interesser foran sine egne¹⁸³.

Konklusjonen er at dersom verdipapirforetakene i syndikatet tildeles aksjer der salget er overtegnet, er dette i strid med kravet til god forretningsskikk.

2.5.3 Overtredelse av forbudet

En overtredelse kan straffes etter vphl. § 14-3 (2) nr. 1 dersom tildeling til foretaket er skjedd i salg som inneholder en IPO, og etter vphl. § 14-3 (2) nr. 6, dersom salget ikke inneholder en IPO. Vi vil da få den situasjonen at skyldkravet er forskjellig ved at det

¹⁸¹ Bechmann m.fl. er uenig i dette, jfr s. 711. Kravet er ikke omtalt i forarbeidene til vphl.

¹⁸² Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 711.

¹⁸³ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 712.

ikke kreves at overtredelsen etter vphl. § 14-3 (2) nr. 1 er grov. Jeg har ikke funnet noen rettskilder som kan gi en forklaring på denne forskjellen. Det vil også ligge utenfor oppgaven å gi en drøftelse om dette her.

Et eventuelt erstatningsansvar rettet mot tilretteleggers av tegnere som hevder de har fått sin tegning strøket eller avkortet som følge av tildeling til foretakene, må søkes i de ulovfestede erstatningsreglene. Ansvarsgrunnlaget vil være overtredelsen av vphl. § 9-3 (3) og vphl. § 9-2 (1) nr. 6.

2.6 Tildeling til ansatte og tillitsvalgte i verdipapirforetak som er medlem av syndikatet

2.6.1 Innledning

Adgangen for ansatte m.v. i visse foretak til å foreta egenhandel er regulert i vphl. kap 2a. Det er videre utarbeidet en anbefaling av Norges Fondsmeglerforbund vedrørende ansattes egenhandel.¹⁸⁴ Jeg kommer imidlertid ikke inn på denne anbefalingen i den videre drøftelse.

Hensynene bak reglene i vphl. kap 2a, er ifølge forarbeidene å motvirke interessekonflikter mellom den enkelte ansattes disposisjoner og disposisjoner på vegne av verdipapirforetakets kunder. Videre har regelverket til formål å styrke tilliten til verdipapirmarkedet generelt, ved at visse ansatte i finansnæringen ikke skal kunne motta særlige fordeler i kraft av sin stilling, eller oppnå særlige fordeler ved hjelp av informasjon som mottas i kraft av stillingen.¹⁸⁵

Regelverket er ansett for å være et av de strengeste i verden,¹⁸⁶ og har ingen direkte parallell til EU-retten i dag. Kun til en viss grad finner vi regler om egenhandel i ISD. ISD art. 10 bestemmer at medlemsstatene skal pålegge verdipapirforetakene å utarbeide kontrollrutiner for ansattes personlige transaksjoner. ISD art. 11 om god

¹⁸⁴ Jfr Anbefaling nr. 1/1999.

¹⁸⁵ Jfr Ot. prp. nr. 84 (1997-98) s. 10-11.

¹⁸⁶ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 144.

forretningsskikk skal hindre interessekonflikter, og angir dermed at ansattes egenhandel kan komme i konflikt med kundenes interesser. Det finnes med andre ord ikke et tilsvarende direkte forbud mot ansattes egenhandel.¹⁸⁷

Spørsmålet er om ansatte i verdipapirforetakene i syndikatet kan tegne seg og tildeles aksjer i salget.

2.6.2 Begrepet "ansatte"

Regelene om egenhandel gjelder for ansatte i en rekke foretak, jfr vphl. § 2a-1 (1) nr. 1 til nr. 7. Det er imidlertid bare ansatte m.v. i verdipapirforetak, jfr bestemmelsens nr. 1, som skal behandles her.

Hvem som skal regnes som "ansatte" må vurderes konkret ut fra regelenes formål. Det er det reelle tilknytningsforholdet til foretaket som må legges til grunn.¹⁸⁸ Det er med andre ord ikke avgjørende at det foreligger en arbeidskontrakt direkte mellom foretaket og den ansatte. Også vikarer ansatt gjennom vikarbyrå og innleide konsulenter og andre oppdragstakere kan omfattes.¹⁸⁹ I forarbeidene er det lagt til grunn at ansatte som har et ansettelsesforhold i et foretak, men som har sitt daglige virke i et annet foretak, må anses å være ansatt i begge foretak, og omfattes således av bestemmelsene. Videre er det lagt til grunn at ansatte omfatter daglig leder og andre ledende ansatte i foretaket.¹⁹⁰

Det er et krav om at den ansatte i foretaket *"normalt må ha innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning"*, jfr vphl. § 2a-1 (2). I kravet ligger at den ansatte må ha tilgang til informasjon om kunders eller arbeidsgiverforetakets investeringsbeslutninger på regelmessig basis, dvs som ledd i de primære arbeidsoppgaver. En ansatt som bare leilighetsvis får slikt innsyn vil ikke omfattes, og det er opp til foretaket selv å foreta en konkret og fortløpende vurdering av hvilke ansatte som omfattes.¹⁹¹ I tillegg har

¹⁸⁷ Ettersom ISD-direktivet er under revisjon, vil tiden vise om vi får en nærmere regulering av egenhandelen i EU/EFTA.

¹⁸⁸ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 147.

¹⁸⁹ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 147.

¹⁹⁰ Jfr Ot. prp. nr. 84 (1997-98) s. 16.

¹⁹¹ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 152.

Finansdepartementet hjemmel til å fastsette i forskrift at egenhandelsbestemmelsene skal gjelde for også andre ansatte, jfr vphl. § 2a-1 (2). Denne hjemmel er så langt ikke benyttet.¹⁹²

I følge vphl. § 2a-1 (3) kommer bestemmelsene i §§ 2a-2 til 2a-6 også til anvendelse på egenhandel foretatt av ansatte i norske filialer av verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat. Bestemmelsen har sammenheng med ISD art. 11, som gir vertsstaten en viss regulerings- og kontrollmyndighet overfor slike utenlandske foretak.

Bestemmelsen avgrenser derfor mot foretak som kun driver med sporadisk grenseoverskridende virksomhet fra hjemlandet. Når virksomheten hos tilrettelegger ikke drives gjennom norsk filial, er ansatte hos denne i prinsippet derfor ikke omfattet av egenhandelsforbudet. ISD art. 11 har ikke et påbud om at kundenes interesser skal komme først.¹⁹³ Bestemmelsen nedfeller imidlertid krav om at foretaket skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter og dessuten at kundenes interesser og markedets integritet skal ivaretas på beste mulige måte. Det kan derfor tenkes at ansatte i utenlandske foretak, med sete i annen EU/EØS-stat, ikke bør tildeles aksjer, da slik tildeling kan trekke foretakets uavhengighet i tvil og nettopp bidra til å svekke markedets integritet.

Dersom den ansatte foretar en egenhandel for egen regning i fremmed navn, f. eks for å sikre seg tildeling i et overtegnet salg, er dette å regne for handel foretatt av den ansatte. Videre vil "stråmannen" etter omstendighetene kunne straffes for medvirkning til brudd på egenhandelsbestemmelsene.¹⁹⁴

Etter vphl. § 2a-6 skal egenhandelsbestemmelsene gjelde tilsvarende for tillitsvalgte i foretaket, samt nærstående av tillitsvalgte og ansatte. For tillitsvalgte, f.eks styremedlemmer, er det imidlertid en forutsetning at disse normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter, for

¹⁹² Jfr www.lovdato.no, november 2003.

¹⁹³ I Kredittilsynets vedtak rettet mot Platou securities as, av 21.03.97, ble det lagt til grunn at vphl. § 9-2 (1) nr. 6 måtte forstås slik at kundenes interesser måtte komme foran de ansattes interesser. Foretaket og de ansatte ble således sett under ett, og jeg legger samme forståelse til grunn her.

¹⁹⁴ Jfr Ot. prp. nr. 84 (1997-98) s. 18.

foretakets eller kundenes regning. Styret har det overordnede ansvaret for denne virksomheten, jfr asl./asal. §§ 6-12 og 6-13. Det må foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle om man kan si at de tillitsvalgte faller inn under bestemmelsene. I den grad de tillitsvalgte kun mottar historisk informasjon om de investeringer som er foretatt i selskapet, vil de ikke omfattes av regelverket. Den motsatte konklusjon må legges til grunn dersom de deltar i drøftelser vedrørende konkrete investeringer.¹⁹⁵ Mottar de slik informasjon, kan en handel også rammes av reglene om god forretningskikk, jfr vphl. § 2-5, eller forbudet mot bruk av innsideopplysninger, jfr vphl § 2-1.

Vi ser at begrepet "ansatte" favner vidt. Det vil imidlertid kunne tenkes en rekke ansatte i et syndikat som ikke omfattes. Man kan f. eks ikke si at sentralbordmedarbeidere og kantinepersonell har noe generelt innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller for foretakets kunders regning. På den annen side vil nok verdipapirforetakene i syndikatet være svært forsiktig med å godkjenne tegninger fra sine ansatte, selv om de ikke direkte kommer inn under vilkåret. Dersom det i etterkant av salget skulle komme en klage fra en eller flere tegnere, som har tatt rede på at ansatte har fått tildelinger, vil det måtte være verdipapirforetaket som må godtgjøre at den ansatte, som har fått tildelt aksjer, ikke dekkes av egenhandelsforbudet. Det kan nok tenkes at saken mot R.S. Platou Securities a.s.,¹⁹⁶ anses som et skrekkeeksempel, som gjør at foretakene vil søke å unngå tildelinger til samtlige ansatte.

2.6.3 Nærstående

Den ansatte eller tillitsvalgte kan ikke foreta en handel for de nærståendes regning, jfr vphl. § 2a-6 (2). Definisjonen av *nærstående* av den ansatte og de tillitsvalgte, er gitt i vphl. § 1-4 nr. 1, 2 og 4.

Å likestille den ansatte eller den tillitsvalgte med deres nærstående er begrunnet ut fra hensynet til omgåelsesfaren og hensynet til tilliten til markedet¹⁹⁷. Dersom nærstående ikke skulle vært omfattet av bestemmelsene, kunne de ansatte og tillitsvalgte uten

¹⁹⁵ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 199.

¹⁹⁶ Jfr Kredittilsynets vedtak av 21.03.97 og avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/1.

¹⁹⁷ Jfr Ot.prp nr. 84 (1997-98) s. 16.

problemer ha foretatt enhver handel, gjennom f. eks sine ektefellers navn, og således kommet i konflikt med hensyn bak regelverket.

Egenhandelsforbudet omfatter også handel som de nærstående foretar for egen regning gjennom verdipapirforetaket. Også her ser vi en klar omgåelsesfare. Dersom de nærstående skulle hatt en slik adgang, kunne de handlet gjennom kolleger av den ansatte eller tillitsvalgte.

2.6.4 Forbudet

Et forbud mot tildeling til ansatte, som nevnt ovenfor, ved overtegnede tilbud er nedfelt i vphl. § 2a-3 (4), jfr vphl. § 9-3 (3). Forbudet kommer også til anvendelse på tildeling til nærstående, jfr vphl. § 2a-6 (2) som viser til vphl. § 2a-3.

Tildeling til ansatte ble drøftet i brev fra Kredittilsynet til Finansdepartementet av 27.05.97 i forbindelse med saken mot R.S. Platou Securities a.s.

Kredittilsynet hevdet at det ikke var noe hinder for at ansatte eller ansattes slektninger kan få tildelinger ved emisjoner, men at dette vil være lovstridig dersom en tildeling skjer til urimelig fortrengsel for kunder. I foreliggende sak mente Kredittilsynet at samtlige tildelinger til ansatte og nærstående var til skade for kundene, nettopp fordi det var så mange tegnere som fikk sin tegning strøket eller avkortet.

Etter endringen av verdipapirhandellovens bestemmelser om egenhandel, vil ansatte som omfattes av bestemmelsene uansett ikke kunne få en tildeling i overtegnede offentlige tilbud. Den konkrete vurderingen som Kredittilsynet i saken la opp til, om tildelingen var til *urimelig fortrengsel for kunder*, kunne imidlertid tenkes anvendelig hvor det er ansatte og ansattes nærstående, som ikke omfattes av regelene, som er tildelt aksjer. Således at det skal være forbud mot tildeling også til slike ansatte, dersom tildelingen medfører en urimelig fortrengsel av andre kunder. Det må imidlertid legges til grunn at lovgivers angivelse av ansatte som skal omfattes av forbudet, skal være uttømmende og at det derfor ikke er grunnlag for å oppstille et forbud for ansatte som ikke oppfyller lovens vilkår.

Selv om disse regelene kun gjelder offentlige tilbud etter vphl. kap 5, jfr vphl. § 9-3 (3), må vphl. § 9-2 (1) nr. 6 også her komme tilsvarende til anvendelse, ut fra den nære sammenhengen mellom disse bestemmelsene.

Konklusjonen er at visse ansatte og tillitsvalgte, ikke kan tildeles aksjer i salget. Regelen medfører at når tilrettelegger har fått inn alle tegningene, må disse gjennomgås og kontrolleres slik at ansatte og nærstående tegninger strykes. Kun da kan innstillingen om tildeling anses for å være i overensstemmelse med kravet om god forretningsskikk.

2.6.5 Overtredelse av forbudet

Overtredelse av forbudet kan straffes, jfr vphl. § 14-3 (2) nr. 1 og nr. 6.

Verdipapirforetaket må føre lister over ansatte som omfattes av bestemmelsen, jfr vphl. § 2a-7. Tilrettelegger vil om nødvendig be foretakene i syndikatet om disse listene ved kontrollen av tegningene. Spørsmålet er om tilrettelegger må be om disse listene og kontrollere disse opp mot den endelige tegningslisten.

Har tilrettelegger ikke foretatt en kontroll, eller tilrettelegger ikke har utvist den nødvendige aktsomhet ved kontrollen, f. eks sjekket tegningslistene med lister over de ansatte, må et erstatningskrav etter de ulovfestede erstatningsreglene kunne rettes mot tilrettelegger av tegnere, som hevder de har fått sin tildeling avkortet eller strøket som følge av tildeling til ansatte. Ansvarsgrunnlaget vil være overtredelsen av vphl. § 9-3 (3) som nedlegger forbud mot tildeling til ansatte.

Konklusjonen er at tilrettelegger har en plikt til å sjekke listene.

2.7 Markedsmanipulasjon

2.7.1 Innledning

Markedsmanipulasjon defineres i forarbeidene som; enhver aktivitet rettet mot et verdipapirmarked for å kunstig påvirke prisen på verdipapirene.¹⁹⁸ Slike aktiviteter kan for det første kan rammes av generalklausulene i vphl. §§ 2-5 og 9-2. I tillegg er det nedfelt spesialbestemmelser som skal presisere et forbudet mot markedsmanipulasjon.

¹⁹⁸ Jfr NOU 1996:2 s. 84.

Slike regler er forbud mot misbruk av innsideopplysninger i vphl. § 2-1 flg., og forbud mot kursmanipulasjon i vphl. § 2-6. Eksempler på kursmanipulasjon som er relevant i denne oppgaven, er nevnt i forbindelse med behandlingen av prospekt,¹⁹⁹ og ved behandlingen av god forretningsskikk etter vphl. § 2-5.²⁰⁰ Jeg behandler derfor ikke kursmanipulasjon i det videre.

Bruk av innsideopplysninger i salg som behandles i oppgaven, har begrenset betydning, ettersom et prospekt eller annen offentlig informasjon vil gi de fleste relevante opplysninger om utstederselskapet og aksjene. I tillegg kan reglene om tillegg til prospekt, hindre at det vil foreligge opplysninger som kan karakteriseres som innsideopplysninger.²⁰¹ Det kan imidlertid dukke opp omstendigheter i utstederselskapet i løpet av salgsprosessen, f. eks fusjonsforhandlinger med et annet selskap, som kan karakteriseres som innsideopplysninger før de blir kjent i markedet. Jeg velger imidlertid å avgrense behandlingen av innsideopplysninger, til bare å behandle opplysninger om ordreboken som innsideopplysninger, ettersom dette har vært et omdiskutert tema de siste årene.

2.7.2 Ordrebokinformasjon som innsideopplysning

2.7.2.1 Innledning

Det er et vilkår i vphl. § 2-1 (1) at opplysningene ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet for å kunne karakteriseres som innsideopplysninger. Jeg kommer nærmere inn på innholdet i dette vilkåret senere. Her vil jeg bare presisere at det bare er visse typer ordrebokinformasjon, som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet som kan karakteriseres som innsideinformasjon.

Informasjon om ordreboken er f. eks ordrebokens volum, indikasjoner på pris, antall og type interessenter og lignende.

¹⁹⁹ Se punkt 2.2.3.

²⁰⁰ Se punkt 2.4.2.

²⁰¹ Se om dette i punkt 2.2.3.

Det er ikke utarbeidet særskilte EU/EØS-direktiv som regulerer avgivelse av ordrebokinformasjon.²⁰² I andre medlemsland enn Norge, anses det ikke å være i strid med bransjepraksis å avgi slik informasjon²⁰³

Kredittilsynet har lagt til grunn at slik informasjon i visse tilfeller kan karakteriseres som innsideopplysninger, jfr Rundskriv 17/2002 og brev til Oslo Børs av 11.10.02. At visse typer ordrebokinformasjon er innsideinformasjon, er videre lagt til grunn av Norges Fondsmeglerforbund i Etisk Råds avgjørelse i sak nr. 2000/30, samt i notat av 28.11.01 "Ordrebokinformasjon og innsidehandel".

Vphl. § 2-1 om misbruk av innsideopplysninger, er rettet mot samtlige av verdipapirmarkedets aktører. Dette utledes av bestemmelsens ordlyd, som sier at handler ikke må foretas av "*noen*" med innsideopplysninger. På dette punkt er vphl. § 2-1 strengere enn Rådskdirektiv 89/592 om innsidehandel art. 2, som kun angir en nærmere bestemt personkrets. Under slike salg som behandles her er det selger og ansatte i syndikatet som er avgivere av ordrebokopplysninger, og investorene og potensielle investorer, som er brukere av opplysningene.

Videre stiller vphl. § 2-2 krav til en person som har innsideopplysninger, med hensyn til hvorledes personen skal behandle slike opplysninger. Det er også nedfelt et forbud om å gi råd om handel til andre, når personen har innsideopplysninger vedrørende det aktuelle finansielle instrument.

2.7.2.2 Hensyn bak regelene om innsideopplysninger

Regelene om innsidehandel kom som et resultat av Rådskdirektiv 89/592 om innsidehandel. Direktivet angir minimumskrav til innholdet i den nasjonale lovgivningen.

²⁰² Det vil imidlertid kanskje kunne utledes restriksjoner av Rådskdirektiv 2003/6 om markedsmissbruk. Det foreligger imidlertid ingen relevant praksis eller uttalelser vedrørende dette på nåværende tidspunkt, november 2003.

²⁰³ Jfr uttalelse av advokat Frede Aas Rognlien i Norges Fondsmeglerforbund.

Det er lagt til grunn i forarbeidene, at regler for å motvirke innsidehandel er sentrale for å bevare markedets integritet, ved at markedsaktørenes tillit til et ordnet og effektivt verdipapirmarked opprettholdes. Det fremheves videre at dersom enkelte har tilgang på mer informasjon enn andre, eventuelt mottar informasjon tidligere enn de øvrige aktører og benytter seg av dette, vil vedkommende kunne skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette kan igjen resultere i at aktører uten informasjonstilgang, finner det lite formålstjenlig å plassere midler i det norske verdipapirmarkedet, noe som vil føre til at det blir vanskeligere og dyrere for selskaper å reise kapital.²⁰⁴ I fortalen til Rådsdirektiv 89/592 nevnes særskilt innsidehandelsregelene i forhold til sekundærmarkedet. Sekundærmarkedet spiller en viktig rolle for kapitaltilgangen til næringslivet, fordi hovedpoenget med sekundærmarkedet er likviditet, eller muligheten til raskt å omgjøre verdipapirinvesteringer til kontanter. Uten å føle trygghet for å kunne få solgt de verdipapirer man er i besittelse av, vil villigheten til å delta i senere emisjoner i selskapet reduseres betydelig. Næringslivets muligheter til å tiltrekke seg risikovillig kapital vil således minimeres. For at dette markedet skal kunne virke på en effektiv måte, må alle nødvendige tiltak treffes for å sikre at markedet fungerer tilfredstillende.

2.7.2.3 Hvilke handler bestemmelsene rammer

En handel rammes av bestemmelsen når en person foretar en handel ut fra ordrebokinformasjonen for egen regning, uavhengig av om handelen skjer i eget eller fremmed navn.²⁰⁵ Man kommer altså ikke utenom forbudet ved å tegne seg i f.eks en slektnings navn. I utgangspunktet rammes også handel i eget navn, men for fremmed regning, med unntak for de tilfeller der megler kun passivt utfører ordre på konkret initiativ fra kunden. Også handel i fremmed navn for fremmed regning rammes av forbudet, f. eks der en megler utfører verdipapirhandel for en venn i dennes navn.

Handelsforbudet gjelder for tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass. Således vil både bruk av ordrebokinformasjon i salg og nedsalg i sekundærmarkedet, samt IPO, være omfattet. I forarbeidene er det lagt til grunn at bestemmelsen skal gis anvendelse på alle

²⁰⁴ Jfr NOU 1996:2 s. 55.

²⁰⁵ Jfr NOU 1996:2 s. 59.

verdipapirer som omsettes på norsk børs, uavhengig av om handelen faktisk foretas i det norske markedet, og uavhengig av investorens, selgers eller meglers nasjonalitet.²⁰⁶ I Rundskriv 22/2001 fra Kredittilsynet, er det videre lagt til grunn at bopel er irrelevant.

Det er et krav om at det foreligger en bindende avtale mellom partene, selger og tegner, for at innsideregelen skal tre i kraft.²⁰⁷ Vurderingen av hvorvidt det foreligger en bindende avtale må bero på omstendighetene i det konkrete tilfeller. En tegning i henhold til tegningsinnbydelse er i utgangspunktet bindende i og med tegningen. Dette følger indirekte av avtl. § 7, som sier at en aksept ikke kan kalles tilbake etter at den er kommet til tilbyders kunnskap. Det er imidlertid vanlig at det ved store salg, nedsalg og IPO's, gis tegnere en rett til å trekke tilbake sin tegning eller endre denne helt frem til boken lukkes. En slik rett kan fremkomme av prospektet,²⁰⁸ men det anses også for å være bransjepraksis.²⁰⁹

Selv om man kanskje ikke kan regne en bindende kjøpsavtale for inngått før boken lukkes, vil tegningen kunne straffes som forsøk på innsidehandel etter strl. § 49. Det samme gjelder selv om tegneren ikke får tildeling. Dersom tegneren får opplysninger om ordreboken etter innleggelse av ordren, men før tildelingen er skjedd, vil også unnlatelse av å trekke tilbake oppdraget kunne innebære straffbar overtredelse av innsidehandelforbudet.²¹⁰ Dersom opplysningene forelå allerede på ordreinnleggelsestidspunktet, men ordren trekkes tilbake før den effektueres, vil forholdet ikke være straffbart fordi man da ikke kan si at handel er kommet i stand.

2.7.2.4 Krav til og bruk av opplysningene

Spørsmålet er hva slags type ordrebokinformasjon som kan karakteriseres som innsideopplysninger, og hva slags bruk av slike opplysninger som rammes av forbudet.

²⁰⁶ Jfr NOU 1996:2 s. 69.

²⁰⁷ Jfr Rundskriv 22/2001 fra Kredittilsynet s. 4.

²⁰⁸ Se f. eks prospekt i forbindelse med emisjonen i Telenor

²⁰⁹ Se som eksempel emisjonen i NAT - Etisk Råds avgjørelse i sak nr. 1997/1, emisjonen i Fred Olsen Energy - Etisk Råds avgjørelse i sak nr. 1997/26. Jfr også uttalelse fra adm. dir Jan W. Hopland i Statens Bankinvesteringsfond, hvor dette har vært praksis i alle Bankinvesteringsfondets salg og nedsalg, og dessuten uttalelse fra Kredittilsynet i forbindelse med vedtaket mot R.S Platou Securities a.s av 21.03.97.

²¹⁰ Jfr Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 29.

Det fremgår av vphl. § 2-1 at innsideopplysninger er opplysninger om de finansielle instrumentene som kan påvirke kursen. Forbudet omfatter således all informasjon som er kursrelevant. Dersom det er stor etterspørsel etter aksjene under salgsprosessen, vil som tidligere nevnt aksjen kunne være mer verdt i ettermarkedet. Er etterspørselen lav, og det er fare for at ordreboken ikke kan fylles, eller det kun oppnås en minimal overtegning, vil etterspørselen i ettermarkedet være tilsvarende lav, som igjen kan medføre at aksjekursen synker. Informasjon fra ordreboken vedrørende etterspørselen, vil således kunne være kursrelevant, ved at den indikerer en kurs i ettermarkedet.

Informasjonen må ikke være eksakt eller fullstendig. Tidligere var det et krav i vphl. § 2-1 om at opplysningene måtte være presise og fortrolige for å kunne rammes av bestemmelsen. Dette ble endret i lov av 15. juni 2001 nr. 43. Kravet om "presise" skulle avgrense mot spekulasjoner og rykter, men Finansdepartementet kom til i forarbeidene, at informasjon basert på spekulasjoner og rykter, ikke kunne anses å være "opplysninger" i lovens forstand,²¹¹ og kravet ble således sløffet i loven. Lovendringen medførte imidlertid ingen materielle endringer i rettstilstanden.

Opplysninger omfattes av forbudet, dersom de i kvalitet og kildemessig ikke lenger er å anse som et rykte eller en hypotese. I forarbeidene er det gitt et eksempel på at opplysningene kan være ufullstendige, men samtidig rammes av forbudet. Dersom én i ledelsen i et børsnotert selskap opplyser at resultatet i bedriften vil bli bedre enn det markedet forventer, vil dette være en innsideopplysning, selv om det ikke angis eksakt hvor godt resultatet blir.²¹² I forhold til ordrebok-informasjon betyr dette at dersom noen kunder får vite av selger at tegningsinteressen er god, så er dette en opplysning som må kunne karakteriseres som konkret nok. Opplysningen kan f. eks indikere en overtegning.

Forholdet til opplysningenes kvalitet og kildemessige betydning ble drøftet i dom fra Oslo tingrett av 19.02.03.

²¹¹ Jfr Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) s. 9.

²¹² Jfr Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 26.

Saken gjaldt hemmelige forhandlinger om oppkjøp av Finansbanken. En aksjonær i Finansbanken fikk av verdipapirforetaket Sundal Collier & Co ASA, som representerte en stor aktør, vite at "noe strukturelt kom til å skje" med Finansbanken i nærmeste fremtid. Aksjonæren foretok et kjøp på 200.000 aksjer etter at han fikk opplysningene. Retten la til grunn, at uansett om opplysningene ikke var fullstendige, aksjonæren fikk ikke vite at det gjaldt et oppkjøp, så var opplysningene konkrete nok til at en informert og profesjonell investor ville finne at sannsynligheten for gevinst var stor nok til at det var verdt å handle på grunnlag av opplysningene. Med andre ord, opplysningene var kursrelevante.

Retten mente videre, at selv om det var sirkulert spekulasjoner om Finansbanken i markedet i lang tid, var dette ikke av betydning for saken. Opplysningene som ble gitt av megleren ble ansett å være konkrete nok, ut fra meglerens stilling i foretaket og i det forestående oppkjøpet, slik at aksjonæren måtte utelukke at det dreide seg om løse rykter. Aksjonæren ble dømt for misbruk av innsideopplysninger.²¹³

Overført til problemstillingen om avgivelse av ordrebok-informasjon, vil dette innebære at dersom en potensiell investor får vite at etterspørselen er god, f. eks. av en medarbeider hos tilrettelegger, og det må antas at avgiver ut fra dennes stilling har opplysninger om ordreboken, vil dette være konkrete opplysninger som det kan være grunn til å stole på.

Før lovendringen var det også innbakt et vesentlighetskrav i bestemmelsen.

Opplysningene måtte *"ikke være egnet til å påvirke kursen vesentlig"*. Vilåret ble av offentlige myndigheter antatt å være en medvirkende årsak til at handleforbudet ikke virket med tilstrekkelig effektivitet, målt i antall domfellelser.²¹⁴ Finansdepartementet sluttet seg til Økokrims uttalelse om at det sentrale for tilliten til markedet er å forhindre bruk av sensitiv informasjon som ikke er kjent for markedet, og ikke hvorvidt kursen påvirkes vesentlig på bakgrunn av denne informasjonen.²¹⁵ Vesentlighetskravet ble derfor sløyet. I forhold til Rådsdirektiv 89/592 art. 1 nr. 1, som har et vesentlighetskrav, er den norske loven altså skjerpet.

Ved tolkningen av uttrykket "er egnet til å påvirke", må det legges vekt på om opplysningene om ordreboken inngår i beslutningsgrunnlaget til en rasjonell investor, og er egnet til å påvirke vedkommendes oppfatning eller vurdering av verdien på

²¹³ Dommen er anket, og vil komme opp for retten igjen på nyåret 2004. Jfr. uttalelse fra ØKOKRIM.

²¹⁴ Referet på bakgrunn av Bechmann m.fl. (2002) s. 89.

²¹⁵ Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) s. 21.

verdipapirene.²¹⁶ Det skal foretas en objektiv vurdering. Det avgjørende er om opplysningene er egnet til å påvirke kursen, ikke om de i ettertid faktisk gjorde det.²¹⁷ I vurderingen må man se hen til type finansielle instrumenter det dreier seg om og hvilke kurssvingninger som er vanlige for f. eks den aktuelle aksjen.²¹⁸

Etter vphl. § 2-1 (2) kommer forbudet bare til anvendelse dersom opplysningene misbrukes. Bestemmelsen må således tolkes innskrenkende, slik at tilfeller som objektivt sett omfattes av ordlyden, ikke rammes av forbudet dersom det ikke foreligger rettsstridig bruk av innsideinformasjonen. Eksempler gitt i forarbeidene, som ikke kan anses som misbruk av innsideopplysninger, er handler hvor investor selger et verdipapir som han har opplysninger om og som fremstår som egnet til å påvirke kursen i positiv retning, og handler hvor investor kjøper et verdipapir som han har opplysninger om og som er egnet til å påvirke kursen i negativ retning.²¹⁹ Kort sagt kan man si at dette er situasjoner hvor investoren taper på å gjennomføre handelen og man således ikke kan si at han drar en fordel av opplysningene. En investor som tegner seg etter at han har fått vite at etterspørselen er lav, vil derfor i utgangspunktet ikke dra noen fordel av opplysningene, med mindre han samtidig får vite at det ventes en stor tegning fra en investor, og at denne tegningen vil ha innvirkning på etterspørselen totalt sett. Hvorvidt det foreligger et misbruk av opplysningene må videre vurderes konkret i det enkelte tilfelle.²²⁰

Også tilskyndelse til kjøp, salg eller tegning rammes av forbudet, jfr vphl. § 2-1 (1). I dette ligger at man ikke må rådgi noen til å foreta en handel, selv om den handlende ikke har kjennskap til innsideopplysningene, jfr også vphl. § 2-2 (2). F. eks kan en megler med ordrebokinformasjon anbefale investorer å tegne seg på bakgrunn av den informasjon han besitter. Forbudet mot tilskyndelse kan imidlertid ikke trekkes så langt at megler må avstå fra å tilskynde investorer til å tegne seg i salg, nedsalg og IPO's, når han vet at etterspørselen er stor eller kommer til å bli stor. En megler må kunne utvise

²¹⁶ Jfr NOU 1996:2 s. 57.

²¹⁷ Jfr Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 67.

²¹⁸ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 90.

²¹⁹ Jfr Ot. prp. nr. 72 (1990-91) s. 31.

²²⁰ Jfr Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 31.

den aktivitet som selger har krav på, nemlig at megleren aktivt oppsøker potensielle kunder med siktemål om å få i stand en handel, og dette er således åpenbart ikke misbruk av opplysninger.²²¹

Videre er det lagt til grunn i forarbeidene og i Kredittilsynets Rundskriv 20/93, at der en megler har innsideinformasjon (ordrebokinformasjon), men kun passivt utfører ordre etter konkret initiativ fra kunden, så rammes dette ikke av innsidehandelsforbudet.²²² Dette må imidlertid være under forutsetning av at kunden ikke har tilsvarende informasjon.

Konklusjonen er at ordrebokinformasjon kan karakteriseres som innsideopplysning når opplysningene har en innvirkning på aksjekursen, og som kvalitets- og kildemessig ikke kan karakteriseres som rykte. Det er videre et krav at investoren får en fordel av opplysningene. Slik ordrebokinformasjon kan ikke anvendes ved tegning av aksjer med det formål å oppnå en urettmessig gevinst, da dette vil være misbruk av informasjonen.

2.7.2.5 Taushetsplikt og informasjonssperrer

Spørsmålet er hvorledes selger og syndikat kan unngå at tegnere mottar og benytter ordrebokinformasjon, som karakteriseres som innsideopplysninger.

Etter vphl. § 2-2 (1) må selger og syndikat utvise tilbørlig aktsomhet, slik at ordrebokinformasjon ikke kommer uvedkommende i hende. Bestemmelsen ble tatt inn som følge av lovendring av 15. juni 2001. Finansdepartementet fremhevet i forarbeidene at bestemmelsen kunne bevisstgjøre aktørene i deres håndtering av kurssensitiv informasjon og dermed redusere informasjonsflyten og misbruk av denne.²²³ Det er videre fremhevet av Kredittilsynet i samme forarbeider, at det i bestemmelsen vil ligge en aktivitetsplikt, herunder en plikt til å utarbeide interne rutiner i de enkelte

²²¹ Jfr generell anbefaling av Norges Fondsmeglerforbund av 28.11.01 "Ordrebokinformasjon og innsidehandel" s. 3.

²²² Jfr NOU 1996:2 s. 49.

²²³ Jfr Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) s. 29.

utstederforetakene, tilretteleggerforetak m.v., slik at kurssensitive opplysninger oppbevares og videreformidles på en betryggende måte²²⁴

Nettopp fordi mye ordrebokinformasjon er karakterisert som innsideinformasjon, selger begrense selger og tilrettelegger kretsen av medarbeidere som har tilgang på informasjonen, gjennom blant annet å etablere informasjonssperrer lik "Chinese-walls".²²⁵ Informasjonssperrere innebærer at meglere i syndikatet i utgangspunktet ikke har informasjon verken om etterspørsel, investorer eller annet. Meglerne vil selvsagt ha en viss oversikt hva gjelder de tegninger de selv får inn, og til en viss grad også tegninger deres kolleger får inn, men dette vil ha begrenset betydning i forhold til ordreboken som helhet.

En plikt for selger og syndikat til å holde ordrebokinformasjon hemmelig, utledes av vphl. § 2-2. Bestemmelsen slår for det første fast at personer som etter vphl. § 2-1 (dvs enhver), som har innsideopplysninger, har taushetsplikt overfor uvedkommende. Vphl. § 2-2 bygger på Rådsdirektiv 89/592 art. 3, men er noe mer utførlig utformet. I begrensningen "*uvedkommende*" ligger at taushetsplikten ikke skal hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene²²⁶. Selger og ansatte hos tilrettelegger, som har det overordnede ansvaret for salget, vil ha et begrunnet behov for informasjon om ordreboken under salgsprosessen, for å følge med på f. eks prisestimer og tegningens størrelse. Er det liten etterspørsel, vil selger f. eks beordre syndikatet til å jobbe hardere for å få inn flere tegninger. Uvedkommende vil være de som ikke har et saklig behov for opplysningene, dvs dersom de ikke har et behov ut fra den forretningsmessige driften, typisk organiseringen og arbeidet med salget.²²⁷

²²⁴ Jfr Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) s. 28.

²²⁵ Jfr uttalelse av advokat Fred Aas Rognlien i Norges Fondsmeglerforbund.

²²⁶ Jfr Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 41.

²²⁷ Jfr Bechmann m.fl. (2002) s. 102-103.

Kredittilsynet kom i sitt vedtak mot R.S Platou Securities a.s.,²²⁸ med en del bemerkninger vedrørende taushetsplikten.

Det ble lagt til grunn at markedet måtte anta at de ansatte og nærstående hadde tegnet seg på bakgrunn av informasjon som ikke var offentlig tilgjengelig, nemlig opplysninger i ordreboken om at etterspørselen var høy. Informasjonen ble også meddelt enkelte andre tegnere, og Kredittilsynet la til grunn at de tegnerne som tegnet seg sent i tegningsperioden, eller foretok endringer av sine tegninger, måtte anses for å ha gjort dette på bakgrunn av informasjonen. Opplysningene de ansatte i verdipapirforetaket mottok med hensyn til etterspørsel, skulle de ha holdt for seg selv, og ikke utnyttet ved å oppfordre nærstående og enkelte andre til å tegne seg.

I dette tilfelle ble bruk av informasjonen vurdert etter god forretningsskikk, jfr vphl. § 5-2 (någjeldende § 9-2), men forholdet vil også etter omstendighetene kunne rammes av det strengere innsidehandelforbudet.

Konklusjonen er at de som sitter med ordrebokinformasjon som kan karakteriseres som innsideinformasjon har taushetsplikt.

Taushetsplikten rundt ordreboken gjelder naturlig nok frem til opplysningene er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, jfr vphl. § 2-1 (1), ettersom opplysningene da ikke lenger har karakter av å være innsideopplysninger.

Spørsmålet er hva som ligger i kravet "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet", og hvilke krav som stilles til offentliggjøringen.

Hvorvidt man kan si at opplysningene om ordreboken er gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, blir et vurderingstema. I forarbeidene er det blant annet lagt vekt på at dersom opplysningene fremkommer gjennom media, må de anses gjort offentlig tilgjengelige. Kravet anses videre oppfylt dersom de fremkommer av utenlandsk media.²²⁹ Andre måter å gjøre informasjon offentlig tilgjengelig på, er distribusjon gjennom børsens informasjonssystem, jfr børsforskriften § 23-2 og 23-3.

Et verdipapirforetak plikter, etter vphl. § 9-1 (1) nr. 2, å innrette sin virksomhet på en slik måte at det har tilfredstillende kontrollmetoder. Foretaket må således utarbeide

²²⁸ Jfr Vedtak av 21.03.97.

²²⁹ Jfr NOU 1996:2 s. 57.

rutiner som sikrer at opplysninger om ordreboken ikke gis til kunder på annen måte enn hva det er adgang til. Dersom det skal gis slike opplysninger, må man følge en viss prosedyre.

Proseduren er ikke direkte regulert i verken børsloven eller verdipapirhandelloven, men det er gitt en anbefaling til CESR's medlemsland i dokumentet Market Conduct Standards for Participants in an Offering.²³⁰ I anbefalingens art. 22, står det at dersom det offentlige tilbud er delt inn i transjer, skal informasjon om etterspørsel i disse gis til offentligheten som helhet. Kredittilsynet kom i pressemelding av 11. januar 2001 i forbindelse med Telenor-plasseringen, med en del kommentarer til denne standarden.

Kredittilsynet mente at informasjon om tegningsinteressen i forkant av tegningsperiodens utløp, må behandles med særlig aktsomhet, fordi en angivelse av etterspørselen etter aksjen, indikerer den fremtidige kursutvikling. Dersom denne informasjonen ikke er allment tilgjengelig, vil investorer med slik informasjon kunne oppnå en fordel i forhold til investorer som ikke har slik kunnskap.

I Telenor-plasseringen var det bare investorer som var i kontakt med, eller som ble kontaktet av verdipapirforetak i syndikatet, som fikk opplysninger om ordrebokens størrelse. Kredittilsynet konkluderte med at informasjon om ordrebokens størrelse og estimer over sluttstatus, bare kan offentliggjøres dersom markedet som helhet sikres lik og samtidig tilgang til informasjonen, og at dette var i tråd med Market Conduct Standards for Participants in an Offering art. 22.

Etisk Råd behandlet også saken, i etterkant av Kredittilsynet.²³¹

Under tegningsperioden kom det frem at informasjon om ordreboken ikke hadde vært entydig, men at meglerne i varierende grad hadde formidlet hvor positiv bestillingsinteressen var, enten i generelle termer eller med referanse til hvor mange ganger ordreboken var overtegnet. Etisk Råd fant det uheldig at informasjon til markedet var indifferent.

Konklusjonen er at ordrebokinformasjon er offentlig tilgjengelig og allment kjent i markedet, når den er gitt til markedet som helhet til samme tid og på en entydig måte.

²³⁰ 99-FESCO-B (FESCO er den tidligere betegnelsen på CESR).

²³¹ Jfr avgjørelse av Eitisk Råd i sak nr. 2000/30.

2.7.2.6 Overtredelse av forbudet

Overtredelser kan straffes med bøter eller fengsel, jfr vphl. § 14-3. Dersom et verdipapirforetak er ansvarlig for overtredelsen, kommer reglene om foretaksstraff i strl. kap 3 a til anvendelse.

Når det gjelder spørsmål om erstatningsansvar for selger eller verdipapirforetak, må overtredelsen av vphl. 2-2 være ansvarsgrunnlaget. Et krav om erstatning rettet mot selger eller verdipapirforetak, for avgivelse av ordrebokinformasjon til enkelte kunder, må anses som lite sannsynlig. En eller flere tegnere kan føle at de har blitt påført et tap, som følge av at noen investorer har fått ordrebokinformasjon og dermed har levert inn større tegninger, noe som igjen kan ha medført at de andre tegningene er blitt avkortet eller strøket. Det kan imidlertid være vanskelig å bevise en årsakssammenheng mellom avkortingen eller strykningene og avgivelsen av ordrebokinformasjonen, slik at jeg vanskelig kan se at en tegner kan ha et krav.

2.8 Tegninger fra EU/EØS-området

Spørsmålet er hvorledes selger/tilrettelegger skal forholde seg til tegninger som kommer inn til syndikatet fra de andre landene i EU/EØS-området.

En markedsføring overfor retails i disse landene, kan være bevisst unnlatt, f. eks fordi selger vet at utstederselskapet ikke ønsker slike investorer. En mengde små-aksjonærer fra disse landene, vil f. eks bety økte distribusjonskostnader for utstederselskapet. På tross av at aksjene ikke er markedsført, kan utenlandske retails allikevel få kjennskap til salget, og således innleverer tegninger.

Etter EØS-avtalens art. 4 er all forskjellsbehandling på grunnlag av nasjonalitet forbudt. Dette ikke-diskrimineringsprinsippet innebærer at alle tegnere fra EU/EØS-området må behandles likt.

Videre har EF-domstolen formulert et likebehandlingsprinsipp, som går videre enn det lovfestede ikke-diskrimineringsprinsippet, og som innebærer at like tilfeller skal behandles likt, med mindre det er saklig grunnlag for forskjellsbehandling.²³²

Det foreligger ingen avgjørelser fra EF- eller EFTA-domstolen vedrørende diskriminering eller likebehandling av tegnere i EU/EØS-området. Hva som skal regnes som saklig grunn for avvisning av tegnere er derfor usikkert. Det må imidlertid, på samme måte som i Norge, være saklig grunn for avvisning at tegnerne åpenbart ikke oppfyller tildelingsvilkårene.²³³ Ved slik avvisning dreier det seg ikke lenger om diskriminering. Alle retail-tegnere, både nasjonale og utenlandske, blir derimot behandlet likt. At utstederselskapets distribusjonskostnader blir høyere fordi tegnerne bor i andre land, kan imidlertid ikke betegnes som saklig grunn. Krav om bopel, er av EF-domstolen i en rekke saker betegnet som skjult diskriminering som rammes av EF-traktatens art 6, tilsvarende EØS-avtalens art. 4.²³⁴

Det finnes, som tidligere nevnt, ingen lovregler som begrenser selgers frihet til å selge til hvem han vil. Regelene fra EU/EØS må imidlertid anses som en begrensning av selgers frihet. Dersom det kommer én tegning fra EU/EØS-området inn til syndikatet, og denne ikke får tildeling, skal det nok vanskelig la seg gjøres at tegneren blir hørt med at selger har brutt ikke-diskriminerings- og likebehandlingsprinsippet. Er det derimot flere hundre tegninger fra EU/EØS som ikke har fått tildeling, eller der tegningene i retail-transjen proratarisk har blitt avkortet, og tegninger fra EU/EØS ikke har fått noe tildeling, kan det være grunnlag for klage fra de avviste tegnerne med påstand om at selger har brutt forpliktelsene etter EØS-avtalen.

Konklusjonen er at selger/tilrettelegger ikke kan avvise tegnerne med den begrunnelse at de ikke er bosatt i Norge eller er norske statsborgere.

²³² Se om ikke-diskrimineringsprinsippet og likebehandlingsprinsippet i Sejersted (1996) s. 43-44.

²³³ Se om dette under punkt 2.4.3.2.2,

²³⁴ Jfr Norsk Lovkommentar, bind 2 s. 2197 note 16 punkt 5.

3. Vurdering av de skjønnsmessige vilkårene for ileggelse av de enkelte sanksjonene

3.1 Innledning

Hvilke sanksjoner som kan ilegges som følge av brudd på vphl. i forbindelse med en salgs- og tildelingsprosess, fremgår av vphl. kap 12, 13 og 14 , samt av Norges Fondsmeglerforbunds Behandlingsregler § 4-1.

Om det kan rettes sanksjoner mot tilrettelegger eller selger, er i mange tilfeller avhengig av hvilken ansvarsfordeling tilrettelegger og selger er blitt enige om, f. eks hvem som skal ha hovedansvaret for tildelingen.²³⁵ Som tidligere nevnt vil en selger stå friere ved tildelingen enn en tilrettelegger. Enkelte brudd på regelverket kan imidlertid ramme dem begge, uavhengig av en eventuell ansvarsfordeling. Dette gjelder særlig de generelle adferdsreglene som må følges ved handel i finansielle instrumenter, f. eks hvis både tilrettelegger og selger har brutt prinsippet om god forretningsskikk.²³⁶

Det foreligger ingen vedtak rettet mot en selger, og Etisk Råd har ikke kompetanse til å følge opp rettsbrudd fra andre enn sine medlemmer. Det er således bare lov- og normbrudd foretatt av tilrettelegger, som blir behandlet i det følgende, med sikte på å vurdere de skjønnsmessige vilkårene som anvendes ved vurderingen av om de enkelte sanksjoner skal ilegges. Det er bare vedtakene fattet av Kredittilsynet og avgjørelser avsagt av Etisk Råd og som er behandlet under kap 2, som det vil bli redegjort for. For oversiktens skyld nevner jeg kort de alternative sanksjonene som kan ilegges av Kredittilsynet og Etisk Råd. Jeg avgrenser mot påtalemyndighetens og domstolers ileggelse av straff og erstatningsansvar.

Utgangspunktet for drøftelsene er at tilsynsmyndighetene har kommet frem til at lovens vilkår for ileggelse av sanksjon er oppfylt. De skjønnsmessige vilkårene kan imidlertid henge sammen med loven vilkår, slik at jeg til en viss grad må komme inn på tilsynsmyndighetenes vurdering av vilkårene i loven.

²³⁵ Se nærmere om ansvarsfordeling under punkt 2.2.4.

²³⁶ Se drøftelser under oppgavens kap 2.

Når det gjelder utenlandske verdipapirforetak i syndikatet, som er fra EU/EØS-landene, legger ISD-direktivet opp til at det er hjemstaten, som skal føre tilsyn med alle investeringsforetak, jfr ISD art. 8 nr. 3. Når det gjelder verdipapirforetak med hovedsete utenfor EU/EØS, må foretaket ha norsk konsesjon for å drive investeringstjenestevirksomhet i Norge, jfr vphl. § 7-8. Slik konsesjon er så langt ikke gitt.²³⁷ Norsk konsesjon er dog ikke nødvendig dersom verdipapirforetaket har opprettet et datterselskap i et av EU/EØS-landene. Da kommer imidlertid reglene om tilsyn etter ISD til anvendelse.

Sanksjonsmyndigheten henger sammen med tilsynsmyndigheten. Kredittilsynet er ikke avskåret fra å ilegge enkelte sanksjoner overfor utenlandske verdipapirforetak, jfr vphl. § 13-3. Ved Kredittilsynets behandling av saken vedrørende plasseringen av Fred Olsen Energy ASA ble forholdet til tilsynsmyndigheten og ileggelse av sanksjon overfor utenlandsk verdipapirforetak, Goldmann Sachs International - London, vurdert.²³⁸

Det var Goldmann Sachs som hadde hovedansvaret for innstilling om tildeling i den internasjonale og amerikanske transjen, hvoretter det skjedde en forfordeling av kunder som hadde tegnet seg hos Goldmann Sachs.

Kredittilsynet uttalte at Goldmann Sachs uregelmessigheter, best ville bli håndert i samarbeid med britiske tilsynsmyndigheter. Brudd på vphl. § 9-2, var også brudd på tilsvarende regler i Storbritannia, jfr ISD art. 11. Saken ble derfor oversendt Financial Services Authority, for videre behandling.

Jeg kommer ikke nærmere inn på denne Kredittilsynets kompetanse til å ilegge sanksjoner overfor utenlandske verdipapirforetak, da det i sakene i oppgaven ikke har vært ilagt sanksjoner overfor de utenlandske verdipapirforetakene.

²³⁷ Jfr uttalelse av rådgiver Tove Winterkjær i Kredittilsynet.

²³⁸ Jfr vedtak av 23.11.98.

3.2 Kredittilsynets ileggelse av sanksjoner

3.2.1 Tilbakekall av tillatelse

3.2.1.1 Innledning

Hjemmel og vilkår for Kredittilsynets adgang til å kalle tilbake et verdipapirforetaks tillatelse til å drive ulike typer av investeringstjenestevirksomhet, er nedfelt i vphl. § 12-5 (1) nr. 1-nr. 6. Relevant i denne forbindelse er nr. 4. Etter vphl. § 12-5 (1) nr. 4 stilles det som vilkår at verdipapirforetaket har foretatt alvorlige eller systematiske brudd på lov eller forskrift.

Bestemmelsen legger for det første opp til etter sin ordlyd, at Kredittilsynet "*kan*" kalle tilbake en tillatelse, og gir således anvisning på at det ligger under Kredittilsynets skjønnsmyndighet å avgjøre om sanksjonen skal ilegges. Ettersom vedtaket er et enkeltvedtak etter forvaltningsloven,²³⁹ er skjønnsutøvelsen begrenset av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, som at vedtaket ikke skal innebære vilkårlighet, være sterkt urimelig, uforholdsmessig, eller bære preg av at det er foretatt en usaklig forskjellsbehandling.²⁴⁰

Tilbakekall av tillatelse må betegnes som den strengeste sanksjonen Kredittilsynet kan ilegge, da den har størst innvirkning på verdipapirforetakets drift. Andre sanksjoner, er pålegg om retting av virksomheten etter vphl. § 12-4, som innebærer at verdipapirforetakene skal gjenopprette virksomhetsutøvelsen til forsvarlige forhold, og samtidig forhindre nye lovbrudd, og dessuten vinningsavståelse etter vphl. § 14-2, som innebærer pålegg om å gi fra seg en gevinst, oppnådd som følge av brudd på lov eller forskrift.

Tillatelse kan kalles helt eller delvis tilbake. Et verdipapirforetak kan ha flere tillatelser til å drive forskjellige investeringstjenester, jfr opplistingen i vphl. § 1-2 (1). Med delvis tilbaketrekking, menes tilbaketrekking av en eller flere tillatelser, men slik at foretaket

²³⁹ Dette følger forutsetningsvis av § 14-2 om vinningsavståelse, som sier at vinningsavståelse ikke er enkeltvedtak. Denne presiseringen finnes ikke i de andre bestemmelsene om sanksjoner.

²⁴⁰ Se mer om disse begrepene i Eckhoff/Smith (1997) s. 299 flg.

beholder de øvrige tillatelsene. Kredittilsynets praksis er at det bare er de tjenester som berøres av grunnlaget for vedtaket, som trekkes tilbake.²⁴¹

3.2.1.2 Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten

Dersom vilkårene for tilbakekall av tillatelse er oppfylt, blir spørsmålet om hjemmelen skal anvendes.

I Kredittilsynets vedtak mot R.S. Platou Securities as,²⁴² ble både pålegg om retting og tilbakekall av tillatelse vurdert. Avveiningen ble foretatt på bakgrunn av hensynet til verdipapirmarkedet og markedsaktørene. Kredittilsynet uttalte at verdipapirforetakets gjennomføring av tegnings- og tildelingsprosessen var av alvorlig karakter, fordi lovbruddene hadde hatt konsekvenser for foretakets kunder, og hadde hatt innvirkning på markedets integritet. Platou Securities' opptreden viste manglende evne og vilje til å innrette seg etter sentrale regler for god forretningsskikk, noe som ikke kunne repareres på kort sikt gjennom pålegg om retting av virksomhetsutøvelsen. På grunn av de mange alvorlige og systematiske lovovertrødelser som var begått, mente Kredittilsynet at foretakets virksomhet ikke lenger kunne utøves på betryggende måte, og trakk omgående en av tillatelsene tilbake etter vphl. § 12-5 (1) nr. 4. Platou Securities fikk således heller ikke lov til å fullføre de oppdrag de hadde påtatt seg, som gjaldt den tilbakekalte tillatelsen.

Ved ileggelse av sanksjonen ble det lagt vekt på at det ikke var rettet alvorlig kritikk mot foretaket fra Kredittilsynet tidligere. Videre ble tiltakets forholdsmessighet vurdert ut fra hensynet til ansatte og eiere, i forbindelse med at tjenestens var viktighet for foretakets drift og inntjeningsevne. Tilbakekallet ble allikevel ikke ansett for å være et uforholdsmessig tyngende inngrep, og det forelå heller ingen andre grunner til at tiltaket ikke skulle iverksettes.

Kredittilsynets skjønnsmessige vurderinger i saken, bærer først og fremst preg av å være en avveining av om tilbakekall av tillatelse vil være et uforholdsmessig tyngende inngrep, eller om det av andre grunner anses nødvendig, således at det kan være

²⁴¹ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 807.

²⁴² Jfr vedtak av 21.03.97. Se om faktum under punktene 2.4.3.5.2 og 2.4.3.5.4.

tilstrekkelig å ilegge pålegg om retting av virksomheten. Utgangspunktet for avveiningen er hensynet til markedet og markedsaktørene, hvor det videre syntes å legges vekt på overtredelsens art, varighet og grovhet. Kredittilsynet pleier å gi verdipapirforetak tilbakemelding vedrørende forhold som er brudd på lov eller forskrift, og vil normalt ikke trekke tilbake en tillatelse før foretaket har fått slik advarsel, men ikke foretatt seg noe i retning av å ordne opp i forholdet.²⁴³ Dette har sammenheng med bestemmelsens nr. 6 som sier at tillatelse kan trekkes tilbake dersom pålegg etter vphl. § 12-4 ikke etterkommes. Bestemmelsens nr. 6 er imidlertid en egen bestemmelse som gir Kredittilsynet kompetanse til å kalle en tillatelse tilbake. Det er derfor ikke et vilkår for tilbakekall etter de andre bestemmelsene i vphl. § 12-5, at slik advarsel er gitt.

Konklusjonen er at tilbakekall av tillatelse som sanksjon er forbeholdt grove og alvorlige overtredelser av verdipapirhandelloven og at sanksjonen ilegges der det anses absolutt nødvendig av hensyn til verdipapirmarkedet og markedsaktørene, dvs av hensyn til markedets integritet.²⁴⁴

3.2.2 Kritikk²⁴⁵

3.2.2.1 Innledning

I følge Kredittilsynet er kritikk mot et verdipapirforetak ikke ansett for å være en sanksjon.²⁴⁶ Kritikk regnes således ikke som et enkeltvedtak, som gir klageadgang. Det har derfor ikke vært behov for en lovfestet hjemmel. At kritikk ikke er en sanksjon, kommer også forutsetningsvis frem i forarbeidene, hvor det heter at kritikk fra Kredittilsynet kan, på bakgrunn av bestemmelsene om offentlighet i forvaltningen, føre

²⁴³ Jfr Bechmann m.fl (2002) s. 809.

²⁴⁴ Se om begrepet under punkt 2.4.3.4.1.

²⁴⁵ Det er nå fremlagt forslag om utarbeidelse av reaksjoner mot mindre alvorlige lovovertridelser av særlovgivning, dvs bestemmelser utenfor straffeloven, som vil gi et mer effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff, jfr NOU 2003:15. Interessant i denne anledning er illeggelse av *formell advarsel*. Dette er en sanksjon som karakteriseres ved at forvaltningen med hjemmel i lov, treffer vedtak om å tildeles en person eller foretak en advarsel som følge av en overtredelse, der overtredelsen ikke er tilstrekkelig alvorlig til at man vil reagere med andre sanksjoner, jfr NOU 2003:15 s. 23. Formell advarsel vil være hakket strengere og mer alvorlig enn kritikk.

²⁴⁶ Jfr uttalelse av seksjonsleder Geir Holen i Kredittilsynet.

til at kritikken oppleves som en sanksjon.²⁴⁷ Uttalelsen i forarbeidene har mye for seg. Ved at vedtakene er offentlige, vil den som får kritikk rettet mot seg antagelig oppleve å bli "hengt ut", særlig der vedtaket blir omtalt i media. At verdipapirforetaket blir kritisert kan også ha en innvirkning på foretakets omdømme i verdipapirmarkedet. At aktørene blir kjent med at foretaket har begått misligheter eller lovbrudd, kan medføre at de velger å bruke andre verdipapirforetak ved handel i finansielle instrumenter. Som jeg skal komme tilbake til under punkt 3.4.1, så er kritikk betegnet som sanksjon av Norges Fondsmeglerforbund, noe som også taler for at verdipapirforetakene også vil føle at Kredittilsynets kritikk er en sanksjon.

I enkelte saker konkluderer Kredittilsynet med at verdipapirforetaket har brutt f. eks prinsippet om god forretningsskikk, uten at det ilegges sanksjoner og uten at det kommer eksplisitt frem at foretaket kritiseres. Det må imidlertid legges til grunn at vedtaket må oppfattes som at foretaket kritiseres, fordi foretaket nettopp ved overtredelsen har opptrådt kritikkverdig.

3.2.2.2 Grensen mellom å rette kritikk og illeggelse av sanksjoner

Under dette punktet vil jeg ta for meg enkelte av de sakene hvor det kun er rettet kritikk mot foretakene, og som kan gi veiledning om hvor grensen for å rette kritikk går i forhold til illeggelse av sanksjoner.

I Kredittilsynets vedtak rettet mot Fearnley Fonds i forbindelse med emisjonen i Fred Olsen Energy,²⁴⁸ ble det vurdert alternative reaksjonsmåter som følge av flere brudd på vphl. § 9-2. Lovbruddene som var begått bidro til å undergrave verdipapirforetakets uavhengighet og dermed markedets integritet, og kunne derfor karakteriseres som alvorlige. Kredittilsynet la vekt på at foretaket tidligere hadde fått kritikk for et liknende forhold i en annen emisjon, emisjonen i Knightbridge Tankers Ltd.²⁴⁹ Fearnley Fonds hadde på den annen side i etterkant truffet tiltak når det gjaldt ledelsen i foretaket, som skulle forebygge nye overtredelser. Det virker derfor som at Kredittilsynet ser det som en formildende omstendighet at foretaket viser evne og vilje til å rette opp i forhold som

²⁴⁷ Jfr NOU 1996:2 s. 198.

²⁴⁸ Jfr Vedtak av 23.11.98. Se om faktum under punkt 2.4.3.4.1.

²⁴⁹ Jfr Kredittilsynets vedtak av 27.01.97.

de tidligere har blitt kritisert for. Kredittilsynet la videre vekt på, i formildende retning, at de forhold som ble funnet kritikkverdige utgjorde en mindre del av en større tildeling. Kredittilsynet rettet derfor bare kritikk mot foretaket, men uttalte at de ville følge nøye med foretaket i fremtiden. Sistnevnte uttalelse tolker jeg som at Fearnley Fonds adferd var et grensetilfelle mellom hvilke handlinger det kan rettes kritikk mot og hvilke handlinger det bør sanksjoneres mot.

Kredittilsynets vedtak rettet mot Alfred Berg Norge ASA,²⁵⁰ som følge av brudd på vphl. § 9-2, sier ingenting om hvilke vurderinger Kredittilsynet har foretatt, med hensyn til om det skulle ilegges en sanksjon. Det synes imidlertid som at Kredittilsynet i formildende retning legger vekt på at analytikerne hadde underskrevet taushetserklæring, noe som var ment å skulle bidra til å hindre informasjonsflyt mellom foretakets ulike avdelinger. Kredittilsynet nevner videre at foretaket hadde tatt selvkritikk i en pressemelding og hadde forbedret sine interne rutiner. Slik jeg tolker det, legger Kredittilsynet videre vekt på at foretaket hadde iverksatt tiltak, dvs utarbeidet bedre retningslinjer for "Chinese-walls", før saken ble behandlet i tilsynet, og at Kredittilsynet således fant illeggelse av sanksjon nødvendig. Det fremkommer ikke direkte av vedtaket at det ble rettet kritikk. Vedtaket må imidlertid tolkes slik, ettersom Kredittilsynet kom til at en rekke bestemmelser i vphl. § 9-2 var overtrådt.

Kredittilsynets undersøkelser av verdipapirforetakene i syndikatet under Telenor-plasseringen, kan imidlertid ikke tolkes som at det ble rettet kritikk mot foretakene.²⁵¹ Kredittilsynet uttalte at meglerne burde være varsomme med å gi indikasjoner på mulig tegningsresultat, men at det var usikkert hva som nøyaktig var blitt sagt mellom kundene og meglerne. Det var også første gangen spørsmålet om hvordan ordrebokinformasjon skulle behandles ble reist. Kredittilsynet uttalte at de ikke ville treffe *tiltak* overfor foretakene, noe jeg tolker som at det verken var grunnlag for å illegge sanksjoner eller rette kritikk.

²⁵⁰ Jfr Vedtak av 03.04.00. Se om faktum under punkt 2.4.3.4.1.

²⁵¹ Jfr pressemelding nr. 2/2001. Se om faktum under punkt 2.2.4 og 2.4.3.2.2.

Konklusjonen er at kritikk rettes mot verdipapirforetakene når overtredelsene er alvorlige sett i forhold til hensynet til markedets integritet, men ikke så alvorlig at det anses nødvendig å ilegge sanksjoner.

3.3 Norges Fondsmeglerforbund/Etisk Råd

3.3.1 Kritikk

3.3.1.1 Innledning

Norges Fondsmeglerforbund regner kritikk som en sanksjon. Dette kan utledes av at kritikk står under Behandlingsreglene § 4-1 om avgjørelser og sanksjoner. Vilåårene for å ilegge kritikk, er at et medlemsforetak ikke har opptrådt i overensstemmelse med de Etiske normene og anbefalinger. At brudd på lovgivning også kan gi grunnlag for å ilegge sanksjon, følger av Behandlingsreglene § 2-4 (5).

Bestemmelsen gir anvisning på utøvelse av skjønnsmyndighet ved at Klagerådet eller Etisk Råd "*kan*" meddele foretaket sanksjon.

3.3.1.2 Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten

Formen for kritikk er i bestemmelsen gradert ut fra overtredelsens karakter, slik at når en kritikk er mild, kalles den irettesettelse. Ved alvorligere brudd på regelverkene gis det derimot en strengere form for kritikk, eller en advarsel.

Spørsmålet er hvor grensen mellom irettesettelse og kritikk må trekkes.

I Etisk Råds avgjørelse mot DnB Markets vedrørende manglende vurdering av kundens profesjonalitet ved en opsjonshandel,²⁵² som var brudd på vphl. § 9-2 og Etiske normer §§ 1-1 og 4-2, kommer det ikke frem om alternative sanksjoner ble vurdert ilagt. Kunden hadde gitt uttrykk for en viss usikkerhet med hensyn til forståelsen av kursutviklingen, uten at megleren hadde forstått hva usikkerheten dreide seg om. Etisk Råd uttalte at megleren burde ha utvist større aktsomhet ved å klarlegge hva usikkerheten bunnet i, og at dette var grunnlaget for at foretaket, under tvil, kunne kritiseres. Denne avgjørelsen ble avsagt før sanksjonen irettesettelse ble hjemlet i

²⁵² Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/21. Se om faktum under punkt 2.4.3.4.2.

Behandlingsreglene. Det kan derfor være grunn til å anta at Etisk Råd hadde ilagt irrettesettelse om de hadde hatt denne sanksjonen som alternativ, ettersom kritikk ble ilagt *under tvil*.

Etisk Råds avgjørelse rettet mot First Securities ASA i forbindelse med deres egenhandel og utarbeidelse av analyse, som var brudd på Etiske normer §§ 4-2, 4-3 og 4-5, jfr 1-1, og Anbefaling nr. 3/1998 punkt 3.3,²⁵³ sier noe om hva som legges til grunn for ileggelse av de enkelte sanksjonene. Etisk Råd bemerket at ved vurderingen av hvilke sanksjoner som bør ilegges, må man se på hvilke normovertredelser som er begått, og om de har bidratt til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen og markedet. I denne saken var normovertredelsene av slik karakter. Etisk Råd foretok en vurdering av om det skulle ilegges bot, rettes kritikk, eller om saken burde oversendes Kredittilsynet eller Oslo Børs. Etisk råd hevdet at First Securities ikke var det eneste foretaket som hadde unnlatt å oppfylle opplysningsplikten, men at dette ikke kunne være frigjørende. Etisk Råd ser med dette bort fra bransjepraksis. Det kan imidlertid syntes som at Etisk råd mener det er en formildende omstendighet at det ikke forelå noen tidligere praksis. De uttaler i den forbindelse at det ikke har foreligget en optimal forutberegnelighet sett fra foretakets side. Videre hadde foretaket iverksatt tiltak for fremtiden, som skulle hindre nye overtredelser, noe som jeg også tolker som en formildende omstendighet. Etisk Råd fant etter dette det tilstrekkelig å kritisere foretaket.

Ved avgjørelsen rettet mot Alfred Berg Norge ASA i forbindelse med oppkjøp og emisjon i Tandberg Television ASA, som var brudd på vphl. § 9-2 og Etiske normer §§ 4-2 og 4-5,²⁵⁴ ble flere sanksjoner vurdert. Avveiningen dreide seg om det skulle ilegges kritikk, bot, oversendelse til Kredittilsynet og/eller Oslo Børs eller om foretaket skulle ekskluderes. Etisk råd bemerket at lov- og normovertredelsene kunne bidra til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen og markedet, ved at foretakets objektivitet og integritet kunne trekkes i tvil. I formildende retning uttalte Etisk Råd at det ikke forelå spesifikke lovregler for foretaket å forholde seg til, men at Norges Fondsmeglerforbund hadde utarbeidet en anbefaling, som medlemmene pliktet å

²⁵³ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 2000/9. Se om faktum under punkt 2.4.3.2.

²⁵⁴ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1999/14. Se om faktum under punkt 2.4.3.4.1.

følge.²⁵⁵ Det ble også lagt vekt på at det var første gang et tilfelle av overtredelse av reglene om "Chinese-walls", hadde vært vurdert av tilsynsorganene. Ved at det ikke forelå spesifikke lovregler eller tidligere praksis, hadde det ikke foreligget optimal forutberegnelighet sett fra foretakets side. Videre hadde foretaket utarbeidet taushetserklæring og tatt selvkritikk uten å komme med bortforklaringer. En slik holdning bidro til å gjenopprette tilliten til foretaket og markedet, og måtte derfor være en formildende omstendighet. Etisk Råd konkluderte med at ileggelse av strengere sanksjoner enn kritikk ikke var nødvendig.

Sakene viser at Etisk Råd vurderer ileggelse av de ulike sanksjonen ut fra i hvilken grad lov- og normovertredelsene bidrar til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen og markedet. Det legges også vekt på om det foreligger tidligere praksis for overtredelsene og om foretakene har iverksatt tiltak for å hindre overtredelser i fremtiden.

Konklusjonen er at irrettesettelse ilegges ved mindre alvorlige lov- og normovertredelser. Kritikk ilegges når regelverkene ikke gir foretakene en optimal forutberegnelighet, og ved regelbrudd som er alvorlige sett på bakgrunn av svekkelsen av markedets integritet og tilliten til bransjen og markedet. Lov og normovertredelsene anses imidlertid ikke så alvorlige at de gir grunnlag for å legge strengere sanksjoner.

3.3.2 Bøter

3.3.2.1 Innledning

Hjemmel og vilkår for ileggelse av bot er nedfelt i Behandlingsreglene § 4-1 (3). Av bestemmelsen fremgår det at ileggelse av bot er forbeholdt de grovere overtredelser av Etiske normer, anbefalinger og tilfeller der sanksjon har blitt ilagt foretaket gjentatte ganger. Også her gir Behandlingsreglene § 2-4 (5) hjemmel for ileggelse av sanksjon ved overtredelser av lovgivningen.

Bestemmelsen gir anvisning på utøvelse av skjønnsmyndighet ved at Klagerådet eller Etisk Råd "*kan*" gi bøter.

²⁵⁵ Jfr Anbefaling nr. 3/1998, nå erstattet av Anbefaling nr. 1/2003.

3.3.2.2 Momenter ved utøvelse av skjønnsmyndigheten

Spørsmålet er når en lov- eller normovertredelse kan medføre at det ilegges bot.

Ved Etisk Råds behandling av R.S. Platou Securities a.s. brudd på vphl. § 9-2 og Etiske normer §§ 7-1 og 7-3, i forbindelse med emisjonen i NAT,²⁵⁶ ble en rekke sanksjoner vurdert ilagt. Avveiningen dreide seg om det skulle ilegges kritikk, bot, eksklusjon av medlemmet fra forbundet, eller om saken skulle oversendes til Kredittilsynet og/eller Oslo Børs.

Etisk Råd uttalte at Platou Securities' hadde begått mange og alvorlige brudd på verdipapirhandelloven og Etiske normer. Lov- og normovertredelsene bidro utvilsomt til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen og markedet. Tilliten til foretaket som tilrettelegger ble redusert, som følge av prioriteringen av ansatte, porteføljeforvaltere og nærstående av disse. I formildende retning ble det lagt vekt på at dette var første sak i Rådets historie. Foretaket hadde beklaget seg overfor Etisk Råd med hensyn til tildelingene, og hadde i styremøte vedtatt tiltak som skulle forhindre slik uheldig praksis i fremtiden. Etisk Råd fant det likevel nødvendig å ilegge Platou Securities en bot på 2 ganger medlemskontingent, som utgjorde 150.000 kr, og som ble karakterisert som den strengeste sanksjonen den gang.

Også i forbindelse med Etisk Råds behandling av Fearnley Fonds ASA's brudd på vphl. § 9-2 og Etiske normer § 1-1 under emisjonen i Fred Olsen Energy ASA,²⁵⁷ ble en rekke sanksjoner vurdert ilagt. Avveiningen dreide seg om ileggelse av kritikk, bot, eksklusjon av medlemmet fra forbundet, og oversendelse av saken til behandling i Kredittilsynet og/eller Oslo Børs.

Etisk Råd la til grunn at forskjellsbehandlingen av kunder og ansvarsfraskrivelsen, bidro til å svekke markedets integritet og tilliten til bransjen. Etisk Råd mente imidlertid at det måtte være en formildende omstendighet at norske foretak sjelden får stilling som hovedtilrettelegger i en så betydelig emisjon, og således ikke kunne sies å ha stor erfaring med de oppgaver som må utøves. Fearnley Fonds ble etter dette ilagt en bot på

²⁵⁶ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/1. Se om faktum under punkt 2.4.3.5.1.

²⁵⁷ Jfr avgjørelse av Etisk Råd i sak nr. 1997/26. Se faktum under punkt 2.4.3.4.1.

1,5 ganger medlemskontigent. Det maksimale som kan ilegges av bøter er bot på 2 ganger medlemskontigent. Sanksjonen som her ble ilagt må derfor karakteriseres som relativt streng.

Eksklusjon av medlem må i dag betegnes som den strengeste sanksjonen som kan ilegges. Bestemmelsen har så langt ikke vært i bruk.²⁵⁸

Konklusjonen er at bot ilegges ved grovere overtredelser av lov- og normgivningen, vurdert ut fra i hvilken grad overtredelsene innebærer en svekkelse av markedets integritet og tilliten til markedet og bransjen.

²⁵⁸ Jfr uttalelse fra advokat Frede Aas Rognlien i Norges Fondsmeglerforbund, 24.09.02.

4. KILDER

4.1 Litteraturliste

| | |
|---------------------------|--|
| <i>Arnesen, Finn</i> | Finn Arnesen - "Introduksjon til rettskildelæren i EF", 3. utg. Oslo 1995 (Arnesen (1995)) |
| <i>Arnstad, Ineke</i> | Foredrag - "CESRs rolle i reguleringen av verdipapirmarkedet" av rådgiver Ineke Arnstad i Kredittilsynet, 14.05.03. (Tilgjengelig på www.kredittilsynet.no) |
| <i>Bechmann, Tor</i> | Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhlie og Kjersti Tøgard Trøbråten - "Verdipapirhandelloven Kommentartutgave", 1. utg. Oslo 2002 (Bechmann m.fl. (2002)) |
| <i>Bergo, Knut</i> | Knut Bergo - "Børs og verdipapirrett", 1. utg. Oslo 1998 (Bergo (1998)) |
| <i>Eckhoff, Torstein</i> | Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen - "Rettskildelære", 4. utg. Oslo 1997 (Eckhoff/Helgesen (1997)) |
| <i>Eckhoff, Torstein</i> | Torstein Eckhoff og Eivind Smith - "Forvaltningsrett", 6. utg. Oslo 1997 (Eckhoff/Smith (1997)) |
| <i>Hansen, Jesper Lau</i> | Jesper Lau Hansen - "Nordisk Børsret", 1. utg. København 2003 (Hansen (2003)) |
| <i>Hov, Jo</i> | Jo Hov - "Avtaleslutning og ugyldighet", 2. utg. Oslo 1998 (Hov (1998)) |
| <i>Kleven, Eystein</i> | Foredrag - "Foredrag om god forretningsskikk ved utøvelsen av investeringstjeneste plassering av emisjoner" av seksjonssjef Eystein Kleven i Kredittilsynet, 06.02.00 |
| <i>Norsk Lovkommentar</i> | Norsk lovkommentar av 2002, Bind 2 og 3 |
| <i>Sejersted, Fredrik</i> | Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole Andreas Rognestad, Sten Foyn og Helge Stemshaug - "EØS-rett", 1. utg. Oslo 1995 (Sejersted m.fl. (1996)) |

- Tff nr. 3/1997* Tidsskrift for forretningsjuss nr. 3/1997. Artikkel av professor Geir Woxholt s. 1 - "Fondsmeglerforetakenes og ansattes egenhandel mv ved emisjoner"
- Tff nr. 1/1998* Tidsskrift for forretningsjus nr. 1/1998. Artikkel av Leif Tore Rønning og Peter Hammerich s. 119 - "Noen spørsmål knyttet til verdipapirhandellovens regler om "god forretningsskikk" ved tilretteleggingen av emisjoner og ved aktiv forvaltning"
- Tfr 1989* Tidsskrift for rettsvitenskap 1989. Artikkel av professor Magnus Aarbakke s. 333 - "Aksjetegning - ugyldighet, mislighold og ansvar"

4.2 Lov- og forskriftsregister

| | |
|---------------------------------------|--|
| <i>Aksjeloven (asl.)</i> | Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44 |
| <i>Allmennaksjeloven (asal.)</i> | Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 |
| <i>Avtaleloven (avtl.)</i> | Lov om avslutning av avtaler, om fulmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr. 4 |
| <i>Børsloven</i> | Lov om børsvirksomhet m.m. av 17. november 2000 nr. 80 |
| <i>Finansavtaleloven (fiavtl.)</i> | Lov om finansavtaler og finansoppdrag av 25. juni 1999 nr. 46 |
| <i>Forvaltningsloven (fvl.)</i> | Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker av 10. februar 1967 |
| <i>Forbrukerkjøpsloven (forbkjl.)</i> | Lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002 nr. 34 |
| <i>Kjøpsloven (kjl.)</i> | Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27 |
| <i>Kredittilsynsloven</i> | Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskap og verdipapirhandel m.v av 7. desember 1956 nr. 1 |
| <i>Likestillingsloven (likestl.)</i> | Lov om likestilling mellom kjønnene av 9. juni 1978 nr. 45 |
| <i>Markedsføringsloven (mfl.)</i> | Lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår av 16. juni 1972 nr. 47 |
| <i>Norsk lovkommentar</i> | Norsk lovkommentar av 2002 |
| <i>Straffeloven (strl.)</i> | Almindelig borgelig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10 |
| <i>Verdipapirhandelloyen (vppl.)</i> | Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 |
| <i>Verdipapirhandelloyen</i> | Lov om verdipapirhandel m.v. av 14. juni 1985 nr. 61 (opphevet 1. desember 1997) |
| <i>Markedsføringsloven (mfl.)</i> | Lov om kontroll med markedsføring og avtalevilkår av 16. juni 1972 nr. 47 |
| <i>Forskrift 1994-01-17 nr. 30</i> | Børsforskriften (Finansdepartementet) |

| | |
|--------------------------------------|---|
| <i>Forskrift 1994-02-07 nr. 118</i> | Forskrift om legitimasjonskontroll og tiltak mot hvitvasking av penger (Finansdepartementet) |
| <i>Forskrift 1997-11-07 nr. 1151</i> | Forskrift om krav til opplysninger i prospekt ved offentlige tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer (Finansdepartementet) |
| <i>Forskrift 1997-12-15 nr. 1306</i> | Forskrift om registrering som profesjonell investor (Finansdepartementet) |

4.3 Forarbeider

| | |
|-----------------------------------|---|
| <i>NOU 1978:42</i> | "Verdipapirhandel" |
| <i>NOU 1985:33</i> | "Lov om verdipapirbørs (børsloven)" |
| <i>NOU 1995:1</i> | "Investeringsforetak" |
| <i>NOU 1996:2</i> | "Verdipapirhandel" |
| <i>NOU 1999:3</i> | "Organisering av børsvirksomhet m.m." |
| <i>NOU 2003:15</i> | "Fra bot til bedring" |
| <i>Ot.prp. nr. 72 (1990-91)</i> | "Endring av lov av 14. juni nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll)" |
| <i>Ot.prp. nr. 15 (1995-96)</i> | " Endring av lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel" |
| <i>Ot.prp. nr. 29 (1996-97)</i> | "Om lov om verdipapirhandel" |
| <i>Ot.prp. nr. 84 (1997-98)</i> | "Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (begrensninger i adgangen for ansatte i finansinstitusjoner mv. til å foreta handel i finansielle instrumenter for egen regning)" |
| <i>Ot.prp. nr. 80 (2000-2001)</i> | "Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)" |

4.4 Domsregister

Rt 2003/400

Oslo tingrett 19.02.03

4.5 EU/EØS-dommer og direktiv, samt dommer, regler, anbefalinger og standarder fra andre land og internasjonale organisasjoner

| | |
|--------------------------------|--|
| <i>Rådsdirektiv 80/390/EØF</i> | "Om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs", av 17. mars 1980 |
| <i>Rådsdirektiv 89/298/EØF</i> | "Om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning", av 17. april 1989 |
| <i>Rådsdirektiv 89/592/EØF</i> | "Om samordning av bestemmelsene om innsidehandel", av 13. november 1989 |
| <i>Rådsdirektiv 91/308/EØF</i> | "Om forebyggende tiltak mot anvendelse av finansielle system til hvitvasking av penger", av 10. juni 1991 |
| <i>Rådsdirektiv 93/22/EØF</i> | "Om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD)", av 10. mai 1993 |
| <i>Rådsdirektiv 2003/6/EF</i> | "Om innsidehandel og kursmanipulasjon (markedsmissbruk)", av 28. januar 2003 |
| <i>UfR 2000/2176</i> | Avgjørelse fra Høyesterett i Danmark |
| <i>99-FESCO-B</i> | "Market Conduct Standards for Participants in an Offering", December 1999. (Tilgjengelig på www.europefesco.org) |
| <i>Charter (CESR)</i> | "Charter of the Committee of European Securities Regulators", 10. September 2001. (Tilgjengelig på www.europefesco.org) |
| <i>CESR/01-014d</i> | "A European Regime of Investor Protection - The harmonization of conduct of business rules", April 2002. (Tilgjengelig på www.europefesco.org) |

- CESR/02-020b* "Stabilisation and Allotment - A european supervisory approach", April 2002.
(Tilgjengelig på www.europefesco.org)
- CESR/02-098b* "A European Regime of Investor Protection - The professional and the counterparty regimes", July 2002.
(Tilgjengelig på www.europefesco.org)
- Objectives and Principles* "Objectives and Principles of Securities Regulation",
September 1998 (anbefaling fra IOSCO)
- The Securities Lawyer's deskbook, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933 Rule 144A* (Utarbeidet av SEC i USA)

4.6 Vedtak, brev, pressemeldinger og rundskriv fra Kredittilsynet, samt samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs

| | |
|------------------------|---|
| <i>Vedtak 27.01.97</i> | Av Kredittilsynet mot Fearnley Fonds AS - "Kredittilsynets merknader - Fearnley Fonds AS oppdrag som "co-lead manager" ved emisjonen i Knightbridge Tankers" (sak 97/1312). |
| <i>Vedtak 21.03.97</i> | Av Kredittilsynet rettet mot R.S. Platou Securities a.s - "Kredittilsynets vedtak i forbindelse med R.S. Platou Securities a.s oppdrag som tilrettelegger av den offentlige aksjeemisjonen i Norwegian Applied Technology ASA, 8-10 januar 1997", (sak 97/627) |
| <i>Vedtak 23.11.98</i> | Av Kredittilsynet rettet mot Fearnley Fonds AS - "Kredittilsynets merknader - plasseringen i Fred Olsen Energy ASA", (sak 97/5368) |
| <i>Vedtak 03.04.00</i> | Av Kredittilsynet rettet mot Alfred Berg Norge ASA - "Merknader til Alfred Berg ASA's rolle i forbindelse med foretakets tilretteleggeroppdrag for og analyse av Tandberg Television ASA" (sak 1999/7578) |
| <i>Vedtak 14.07.00</i> | Av Kredittilsynet rettet mot First Securities ASA - "Merknader vedrørende First Securities ASA's rolle i forbindelse med emisjonen i Step-Stone ASA og diverse andre forhold." (sak 2000/1739) |
| <i>Vedtak 22.11.00</i> | Av Kredittilsynet rettet mot Sundal Collier & Co ASA - "Merknader vedrørende opsjonshandel med Åge Korsvold og Steen og Strøm ASA" (sak 2000/6984). |
| <i>Vedtak 15.02.01</i> | Av Kredittilsynet rettet mot Orkla Enskilda Securities ASA - "Merknader vedrørende Orkla Enskilda Securities ASA's rolle i forbindelse med aksjekjøp i Kværner ASA", (sak 2001/01362) |

| | |
|-------------------------------|--|
| <i>Brev 27.05.97</i> | Fra Kredittilsynet til Finansdepartementet - "Klage på Kredittilsynets vedtak i forbindelse med R.S Platou Securities oppdrag som tilrettelegger av den offentlige emisjonen i Norwegian Applied Technology ASA 8-10 januar 1997." (sak 97/627) |
| <i>Brev 09.07.01</i> | Fra Kredittilsynet til Fearnley Fonds ASA - "Gjengivelse av rykter i analyser m.v.", (sak 2001/04009) |
| <i>Brev 11.10.02</i> | Fra Kredittilsynet til Oslo Børs - "Om adgangen for mellommannen til å formidle ordrebokinformasjon i forbindelse med oppdrag for primærinnsider" (sak 2002/08837) (tilgjengelig på www.kredittilsynet.no) |
| <i>Brev 22.05.03</i> | Fra Kredittilsynet til Finansdepartementet - "Nytt prospektdirektiv og forordning om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarter - oppfølging av bestemmelsene for norske myndigheter" (sak 2003/04075) |
| <i>Pressemelding 11.01.01</i> | "Telenor-plasseringen: Oppsummering av Kredittilsynets undersøkelser", nr. 2/2001 (tilgjengelig på www.kredittilsynet.no) |
| <i>Rundskriv 20/93</i> | "Lov om verdipapirhandel §§ 6 og 6b, enkelte tolkningsspørsmål. Erstatter rundskriv 18/93." |
| <i>Rundskriv 22/2001</i> | "Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer knyttet til § 2-1 om misbruk av innsideopplysninger, § 2-2 om behandling av innsideopplysninger og rådgivningsforbud, § 2-3 om undersøkelsesplikt og § 3-1 om meldeplikt m.m." |
| <i>Rundskriv 17/2002</i> | "Om høve for mellommannen til å formidle ordrebokinformasjon i samband med oppdrag for primærinnsidarar" |

Samarbeidsavtale

Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og
Oslo Børs av 8. mai 2001.

(tilgjengelig på www.oslobors.no)

4.7 Regelverk, avgjørelser, anbefalinger og notater fra Norges Fondsmeglerforbund

(Samtlige dokumenter er tilgjengelig på www.nfmf.no)

| | |
|-----------------------------|---|
| <i>Vedtekter</i> | Vedtekter for Norges Fondsmeglerforbund av 19. mars 2002 (i kraft pr 1. oktober 2002). |
| <i>Etiske normer</i> | Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund av 19. mars 2002 (i kraft pr 1. oktober 2002). |
| <i>Autorisasjonsreglene</i> | Regler for autorisasjonsordning for ansatte i foretak som er medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund av 19. mars 2002 (i kraft pr 1. oktober 2002). |
| <i>Behandlingsreglene</i> | Behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer av 19. mars 2002 (i kraft pr 1. oktober 2002). |
| <i>Sak nr. 1997/1</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "R.S. Platou Securities AS - Tegning og tildelinger i den offentlige emisjonen for Norwegian Applied Technology AS (NAT)". |
| <i>Sak nr. 1997/21</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Opsjonshandel - spørsmål om veiledning i forbindelse med kursfall i underliggende instrument". |
| <i>Sak nr. 1997/26</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Tegning og tildeling i emisjonen i Fred Olsen Energy". |
| <i>Sak nr. 1999/14</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Alfred Berg Norge ASAs anvendelse av analytikere i forbindelse med corporateoppdrag for Tanberg Television ASA - "Chinese Walls"". |
| <i>Sak nr. 2000/7</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Manglende utførelse av kjøpsordre". |
| <i>Sak nr. 2000/9</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "First Securities ASA - ansattes egenhandel og opplysningsplikt i analyser mv.". |

| | |
|------------------------------|--|
| <i>Sak nr. 2000/30</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Emisjonen i Telenor ASA". |
| <i>Sak nr. 2001/7</i> | Avgjørelse av Etisk Råd - "Tildeling ved videresalg av aksjer i Oslo Børs Holding ASA". |
| <i>Anbefaling nr. 1/1999</i> | "Anbefalt standard retningslinjer for ansattes egenhandel" (med endringer pr 1. november 2001). |
| <i>Anbefaling nr. 1/2003</i> | "Forholdet mellom corporateavdeling og analyseavdeling" (erstatte anbefalinger nr. 3/1998 og nr. 2/2001) |
| <i>Notat 28.11.01</i> | "Ordrebokinformasjon og innsidehandel" |

A